



UNIVERSITÀ DI PISA

Tesi di Laurea Magistrale in Giurisprudenza

**LE COMUNICAZIONI AL PUBBLICO *EX* ART 114 TUF
NEL SISTEMA DELL'INFORMAZIONE SOCIETARIA**

Relatore: Chiar.mo Prof. Francesco Barachini

Candidato: Giacomo Marcantoni

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

INDICE

CAPITOLO I

L'INFORMAZIONE SOCIETARIA COME BENE GIURIDICAMENTE PROTETTO

1. L'informazione come bene giuridico e la sua rilevanza costituzionale.....3
2. La nozione di informazione societaria12
3. Informazione societaria e asimmetria informativa19

CAPITOLO II

LE COMUNICAZIONI AL PUBBLICO: L'ART. 114 DEL TUF. PROFILI GENERALI

1. La storia della norma fino all'emanazione del TUF34
2. I soggetti destinatari degli obblighi di comunicazione45
3. (*segue*): i gruppi di società.....58

CAPITOLO III

L'ART. 114 DEL TUF: IL CONTENUTO DEGLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE

1. L'informazione continua: la nozione di informazione privilegiata87
2. Le modalità di diffusione delle informazioni e il ritardo nella comunicazione...115
3. La c.d. *selective disclosure*130
4. L'informazione episodica e periodica.....137

- BIBLIOGRAFIA148

CAPITOLO I

L'INFORMAZIONE SOCIETARIA COME BENE GIURIDICAMENTE PROTETTO

1. L'INFORMAZIONE COME BENE GIURIDICO E LA SUA RILEVANZA COSTITUZIONALE

Il termine¹ informazione non rileva soltanto nel diritto commerciale ma è pacificamente considerato un bene costituzionalmente rilevante in tutte le molteplici

¹ Desidero ringraziare il prof. Francesco Barachini, per almeno tre ragioni. Innanzitutto perché le Sue lezioni – che ho avuto modo di seguire per due semestri – hanno suscitato in me vivo interesse, consentendomi di addentrarmi con entusiasmo nella “terra” del diritto commerciale, assai irta di difficoltà per il principiante. Mi piace sperare che il presente lavoro abbia almeno un pallido riflesso dell'impronta metodologica da Lui trasmessa. In secondo luogo, poiché Egli mi ha indirizzato nell'individuazione di un profilo tematico da esaminare nella tesi, impedendo che io “annegassi” negli abissi di un settore troppo vasto rispetto alle mie capacità. Infine, per la cura con cui ha seguito il lavoro, fornendomi puntuali correzioni e indicandomi, con estremo garbo, i punti in cui esso poteva essere ampliato e migliorato. La responsabilità relativa ad errori, omissioni o imprecisioni è comunque imputabile soltanto a me, e al mio *status* di neofita della materia: sono perfettamente consapevole che in una decina di mesi di studio, seppur intenso, si apprendono appena i fondamenti del diritto dei mercati finanziari.

Avverto, inoltre, un piacevole debito di gratitudine anche nei confronti del prof. Gian Biagio Conte, mio Maestro di filologia latina alla Scuola Normale, al quale mi legano un sincero affetto e la consapevolezza di aver appreso da Lui molte cose, tuttora – a dir poco – utili, sebbene provenienti da tutt'altra provincia del sapere. Soppesare delle varianti testuali o delle opzioni esegetiche, dare ad un luogo testuale difficoltoso un significato coerente con il contesto e analizzare criticamente i contributi della comunità scientifica sono operazioni – quantunque ciò possa sembrare strano – non così diverse rispetto a quelle cui è chiamato l'interprete del diritto.

accezioni in cui esso si presenta. L'informazione infatti è il presupposto su cui si costruisce un moderno Stato di diritto². È stato giustamente osservato che «lo stesso sistema democratico di stampo occidentale e liberale non potrebbe vigere se non sussistesse un pieno diritto all'informazione»³. Quest'ultimo è espressamente tutelato e riconosciuto dal legislatore in ogni campo regolato dal diritto, in quanto espressione di un ordinamento democratico e veicolo di diffusione di dati e notizie di importanza fondamentale per lo sviluppo della società.

Il legislatore ha inteso regolare in modo dettagliato l'ampiezza del diritto di informazione e i suoi limiti in tutti gli ambiti in cui esso può presentarsi, per evitare che l'assenza di regole potesse aprire la strada a sue sistematiche e inaccettabili violazioni.

In un contesto talmente tanto ampio e frammentario qual è quello del diritto positivo è possibile individuare una matrice comune che consiste nell'identificare l'informazione come una sorta di bene pubblico⁴, espressione della partecipazione

² Se si volesse definire lo “scenario” storico, giuridico e istituzionale che fa da sfondo ad ogni ragionamento sul tema del diritto dell'informazione oggi, si dovrebbe parlare ancor più che di Stato di diritto liberal-democratico di “crisi dello Stato” o “crisi della sovranità”, e cioè della situazione di progressivo affievolimento del potere di comando supremo sul proprio territorio tipico dello Stato, a favore del riconoscimento di poteri sempre più ampi all'ordinamento internazionale sovranazionale. Il presupposto su cui si fonda infatti la comunità internazionale, in virtù del disposto dell'articolo 11 della Costituzione, è la rinuncia a porzioni sempre più ampie della sovranità nazionale per la creazione di un ordinamento sovranazionale dotato di poteri e competenze autonome. Ma accanto ad una spinta propulsiva verso l'alto, verso la creazione di un ordine giuridico ed economico internazionale, la sovranità nazionale è minacciata anche da processi di localizzazione e decentramento sempre più ampi, volti a riconoscere, nel quadro delle autonomie locali, competenze esclusive sempre più estese alle Regioni e agli Enti locali. La crisi della sovranità e la progressiva erosione del cosiddetto “dominio riservato” dei singoli Stati investe inevitabilmente tutti i settori, principalmente quello economico.

³ Così L. PALADIN, *Libertà di pensiero e libertà di informazione: le problematiche attuali*, in *Quaderni costituzionali*, 1987, p. 5, cit. da R. ZACCARIA, *Diritto dell'informazione e della comunicazione*, Padova, 2003, p. 1 ss.

⁴ Soprattutto nell'ambito del diritto societario era diffusa la tendenza a considerare il diritto di informazione come diritto di proprietà, in un'ottica quindi privatistica. Tale posizione è stata abbandonata con il progressivo affermarsi del diritto dei mercati finanziari ed è stata soppiantata (a

democratica dei cittadini nei vari campi della società all'interno di un moderno Stato di diritto. L'informazione è infatti il presupposto necessario di ogni attività dell'uomo, della sua partecipazione alla vita politica, economica e sociale.

L'atto dell'informare e dell'informarsi è una forma di potere – sebbene in molti casi appaia anche come un dovere⁵ espressamente previsto dalla legge la cui inosservanza comporta l'applicazione di sanzioni, siano esse civili o penali – e quindi la libertà della sua acquisizione e della sua divulgazione, da parte dei cittadini, significa libertà di partecipazione, anche alla vita economica dello Stato.

Essere informati significa non solo acquisire una serie di dati e notizie, ma soprattutto conoscere e gestire il patrimonio informativo acquisito, operando delle scelte. L'informazione che non fosse orientata verso uno scopo, che non presupponesse cioè un comportamento attivo da parte del soggetto destinatario della stessa, si ridurrebbe inevitabilmente ad uno sterile bagaglio conoscitivo. In effetti sono pressoché inesistenti i casi in cui le informazioni acquisite vengono conservate dal soggetto senza che siano poi effettivamente impiegate nel compimento di qualche attività. L'operazione di ricerca delle notizie e delle informazioni, l'acquisizione della conoscenza del fatto rappresentano sempre un comportamento strumentale al raggiungimento di altri obiettivi⁶.

partire dalla legge istitutiva della Consob) da una concezione completamente antitetica che vuole l'informazione come un bene pubblico a disposizione non delle società, bensì della generalità dei consociati.

⁵ Nell'ambito dei mercati finanziari quello di informare è un vero e proprio obbligo che grava sulle società emittenti strumenti finanziari quotati a fronte del quale sussiste il diritto del pubblico dei risparmiatori ad essere adeguatamente informato. Si pensi agli obblighi informativi che si sostanziano nel prospetto informativo (informazione diretta al mercato primario) e nelle comunicazioni al pubblico (informazione diretta al mercato secondario: ma la distinzione – come avremo modo di evidenziare – non è poi così netta).

⁶ All'interno dei mercati finanziari ad esempio, le informazioni che devono circolare costituiscono il presupposto fondamentale per orientare le scelte degli investitori e per garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato. Questo perché il diritto di informazione è sempre considerato mezzo e mai

L'interesse all'informazione inerisce, in generale, all'ambito di tutta la sfera decisionale alla quale è chiamata la persona. Ponendosi inoltre in un rapporto di mezzo-fine rispetto alle molteplici possibilità di agire che l'ordinamento conferisce ad ogni soggetto, la libertà d'informazione e di essere informati può essere configurata come strumento di tutela dell'individuo in tutti i settori dell'ordinamento, garantendo al singolo di disporre di quelle nozioni che gli consentono di orientarsi nella molteplicità di scelte che, inevitabilmente, si trova a dover affrontare quotidianamente.

Se si volesse individuare il momento storico a partire dal quale l'informazione ha assunto le vesti di valore giuridico fondamentale, in grado di misurare il tasso di democraticità di un modello giuridico-sociale, si dovrebbe risalire all'Ottocento liberale. È propria della filosofia del liberalismo classico infatti, la concezione che l'interesse pubblico possa emergere solo dal libero confronto e scambio di idee tra persone che si distinguono tra loro per spirito, intelligenza, cultura. In altre parole, il pensiero liberale riconosce che il diritto di informazione – inteso non solo come libertà di manifestazione del pensiero, ma anche come libera circolazione delle idee, delle nozioni, delle notizie, come diritto a ricevere e a procurarsi le informazioni necessarie – è indispensabile per la formazione di un'opinione pubblica consapevole.

Con l'evoluzione della forma di Stato in senso democratico non si assiste ad un ribaltamento dei principi e dei valori del modello liberale, a un sovvertimento del modello di Stato e del ruolo del cittadino all'interno dello stesso, ma ad un processo

fine. L'obiettivo è consentire di compiere delle scelte consapevoli, di percepire la componente di rischio insita in determinate operazioni finanziarie. Per raggiungere tali obiettivi appare quindi necessaria un'informativa corretta, puntuale, adeguata.

di espansione e di rielaborazione della libertà di espressione, per coniugarla con i nuovi fini che l'ordinamento si pone.

Accanto alla visione individualista dell'informazione, intesa come libertà negativa da difendere contro indebite interferenze dei pubblici poteri, emerge la dimensione partecipativa e democratica dell'informazione. Più precisamente, si palesa la necessità di un processo continuo di informazione e formazione dell'opinione pubblica, non più identificabile con una cerchia ristretta di notabili⁷, ma con l'intera cittadinanza. All'interno di un moderno Stato democratico, infatti, l'individuo viene tutelato sì in quanto persona, ma anche in quanto membro di una comunità sociale, organizzata secondo determinate regole. Basti pensare all'importanza che hanno assunto all'interno dei vari ordinamenti negli ultimi decenni i diritti sociali come diritti appartenenti ai membri di una società civile che si riconoscono nella stessa. Il termine cittadino è stato poi preso in prestito dalla dimensione sociale per essere usato sempre più spesso anche in campi che esulano da tale contesto⁸.

Ne consegue che lo Stato democratico acquisisce un nuovo compito: esso è chiamato a garantire l'interesse pubblico alla diffusione più ampia delle notizie e delle opinioni e ad intervenire anche positivamente per realizzare e conservare l'esistenza di un libero mercato delle idee e delle notizie. In questo senso è corretto ritenere che il diritto di (ed all') informazione possa essere definito al contempo un

⁷ Come avveniva nel periodo liberale, dove il ristretto numero delle *élites* intellettuali e la tendenziale coincidenza tra operatori e destinatari delle informazioni – a qualunque campo appartenessero o da cui provenissero – ne aveva di fatto impedito la piena divulgazione e aveva paralizzato l'affermazione di un diritto all'informazione che fosse realmente universale, di tutti i consociati.

⁸ Per tutti valgano le varie teorie economiche che si richiamano al “cittadino del mercato” come destinatario e titolare di diritti sociali (intesi questi ultimi come diritti derivanti dalla partecipazione del socio alla società di capitali) e consumeristici (con termine poco elegante sotto il profilo della lingua italiana, ma ormai comune nell'uso tecnico, ricalcato su quello di origine angloamericana).

diritto individuale e sociale⁹: diritto fondamentale del singolo ma anche diritto collettivo, vale a dire pretesa di un comportamento attivo dello Stato, affinché, attraverso l'informazione e la formazione di un'opinione pubblica consapevole, sia garantita «l'effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese»¹⁰.

L'informazione in senso lato deve essere intesa nel suo significato ampio, come atto dell'informare e dell'informarsi, del dare e del ricevere notizia. Si deve quindi individuare accanto a un diritto di informazione in senso attivo, inteso come libertà di manifestazione del pensiero¹¹, come posizione giuridica soggettiva di colui che diffonde presso il pubblico notizie, fatti, informazioni, anche un profilo passivo di tale diritto, riconoscendo un interesse del singolo a ricevere e a ricercare tutte le informazioni che gli consentano di esercitare consapevolmente i diritti connessi alla partecipazione alla vita pubblica.

È bene distinguere la libertà di informazione dal diritto di essere informati: le due categorie concettuali, pur utilizzando un lessico equivalente, appaiono molto diverse l'una dall'altra e racchiudono anche situazioni giuridiche molto diverse, sia nei profili soggettivi che in quelli giuridici¹².

⁹ Il diritto sociale si concretizza infatti nella pretesa che lo Stato compia una certa attività o ponga una serie di obblighi in grado di assicurare la realizzazione di quell'aspettativa che trae origine dalla Costituzione e che prevede proprio un intervento attivo dello Stato volto a garantire l'effettiva uguaglianza e partecipazione dei cittadini, non solo a livello formale ma anche sostanziale. La Corte Costituzionale ha infatti affermato che «dalla Costituzione deriva la necessità di garantire il diritto del cittadino all'informazione» (cfr. Corte Cost. Sentenza n. 420, 1994).

¹⁰ Cfr. art. 3, comma 2, Cost.

¹¹ È questo l'aspetto più rilevante del diritto all'informazione, sicuramente quello più tutelato nelle carte costituzionali nazionali ed internazionali. Nella nostra Costituzione trova piena espressione nell'articolo 21 che riconosce il «diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione».

¹² La bibliografia sulla differenza tra lato attivo e passivo della libertà di informazione è sconfinata. L'attenzione dei costituzionalisti si è più volte concentrata su tale argomento. Per tutti valgano le

Il profilo passivo contempla, quindi, un diritto di ricevere le notizie e di ricercare le stesse. Si può inoltre cogliere in tale diritto anche il profilo dell'accesso alle fonti informative che prende corpo attraverso un più generale diritto di accesso. Questo secondo profilo dell'informazione – che è poi quello che ai fini della presente tesi più interessa, ossia nella ricostruzione dei presupposti e dei limiti del diritto ad essere informati, in un contesto esclusivamente economico qual è quello dei mercati finanziari –, anche se non trova un esplicito riconoscimento nella Carta costituzionale, è pacificamente riconosciuto sia dalla dottrina che dalla giurisprudenza¹³.

Il fatto che non vi sia un richiamo testuale all'interno della Costituzione non ha infatti portato a escludere un qualsiasi fondamento costituzionale, sia pur in via indiretta e desumibile dall'ordinamento, del diritto ad essere informati.

Accanto al diritto di informazione inteso come “potere” – dal lato, cioè, di chi abbia la facoltà di agire per raggiungere la conoscenza su un fatto determinato – si deve poi considerare anche l'informazione come “dovere”, cioè dal lato di chi sia invece obbligato a dar notizie sullo stesso fatto per provocare in altri la conoscenza. Informare è dunque non solo un diritto ma anche un dovere perché vi sono casi in cui è la legge a imporre che determinate notizie circolino e siano diffuse attraverso canali

osservazioni di R. ZACCARIA, *Diritto dell'informazione e della comunicazione*, Padova, 2003, *passim*; G.E. VIGEVANI, *Informazione e democrazia*, in AA. VV. (a cura di), *Percorsi di diritto dell'informazione*, Torino, 2006, *passim*.

¹³ La Corte Costituzionale – nelle sentenze 15 giugno 1972, n. 105 e 30 maggio 1977, n. 94 – ha parlato di «un interesse generale all'informazione» e non quindi di un diritto. Nella sentenza n. 105 del 1972, in particolare, si distingue nettamente e in modo esplicito il lato attivo dal lato passivo del diritto di informazione, e mentre per il primo si parla di vera e propria libertà di manifestazione del pensiero intesa come «libertà di dire e divulgare notizie, opinioni, commenti», per il secondo non si va oltre l'affermazione di un «interesse generale, anch'esso indirettamente protetto dalla Costituzione, all'informazione; il quale in un regime di libera democrazia, indica pluralità di fonti di informazione, di libero accesso alle medesime, assenza di ingiustificati ostacoli legali, anche temporanei, alla circolazione delle notizie e delle idee».

specifici, messi in moto dagli stessi operatori titolari delle informazioni. Tutte le volte in cui l'assenza di informazioni potrebbe danneggiare i potenziali destinatari delle stesse, allora informare diventa un obbligo, giuridicamente sanzionato in caso di inadempienza, e non più estrinsecazione della libertà di manifestazione del pensiero.

In virtù dell'inquadramento costituzionale del diritto di informazione, esso non può essere mai considerato come antagonista dello svolgimento di determinate tipologie di attività, anche nel caso in cui esse richiederebbero invece una dimensione meno "pubblica"¹⁴; in uno Stato liberal-democratico il rapporto tra informazione e ordinamento è un rapporto sempre dialettico e collaborativo, mai di contrapposizione.

L'informazione deve essere dunque considerata come valore la cui mancanza viene valutata generalmente in un'accezione negativa, salve le ipotesi in cui è lo stesso legislatore a privilegiare la segretezza rispetto al dovere di informare.

La contrapposizione tra informazione e segretezza attraversa tutto il mondo del diritto e numerosi sono gli sforzi del legislatore volti a operare un bilanciamento tra tali beni giuridici, considerati di pari livello¹⁵. Vi è infatti l'esigenza di riconoscere, da un lato, margini di conoscenza "obbligata" sempre più ampi per evitare abusi di

¹⁴ Basti pensare alle indagini giudiziarie sulle quali vigono regole severe di segretezza stabilite dal codice di procedura penale. Anche in questo caso interviene il difficile bilanciamento di grandezze giuridiche poste sullo stesso piano. L'esigenza di garantire una corretta informazione dell'opinione pubblica sulle vicende giudiziarie nonché sull'operato della magistratura si scontra con l'esigenza, parimenti rilevante, di garantire che le inchieste penali non vengano vanificate o che il corso dei processi non venga turbato da fughe di notizie.

¹⁵ La dottrina costituzionalistica ha ampiamente esplorato il tema: possiamo oggi concludere che il bilanciamento consista nell'attività di temperamento fra due (e talora più) grandezze giuridiche, in tutto o in parte incompatibili, il cui confronto consente una scelta di temporanea prevalenza (*affievolimento* dell'una ed *espansione* dell'altra), mai di mera obliterazione.

potere da parte dei soggetti titolari di informazioni cosiddette “privilegiate”¹⁶, informazioni aventi carattere tale da porre in condizioni di supremazia il soggetto che ne dispone; dall’altro lato, invece, sussiste l’esigenza opposta, ovvero quella di riconoscere e garantire, come espressione di posizioni costituzionalmente rilevanti, l’esistenza di una sfera di riservatezza che comprende «quelle manifestazioni intrinseche ad una determinata persona che devono rimanere inaccessibili alla conoscenza altrui»¹⁷. Il diritto alla riservatezza – inteso come l’interesse di un soggetto a mantenere la sfera della propria vita privata e intima al riparo dalla indiscrezione altrui – da sempre si scontra con l’esigenza di garantire un’informazione piena e continua in determinati settori che riguardano la sfera della vita privata. Considerazioni perfettamente analoghe a queste possono essere formulate con riguardo alla realtà di una persona giuridica, quale un emittente quotato, come avremo modo di osservare nei capitoli successivi.

¹⁶ Nel significato atecnico dell’aggettivo. È importante notare come la necessità di evitare che il possesso di informazioni privilegiate si traduca in un comportamento lesivo dei diritti altrui non sia un problema proprio del solo diritto societario e della specifica disciplina contenuta nel Titolo III del TUF, ma sia un tema comune anche ad altri rami del diritto. Si pensi, ad esempio, alla tutela del c.d. segreto bancario che, confermata dal legislatore penale del 1988, si configura tuttora come tutela del diritto alla riservatezza sui propri affari legittimamente vantato dalle banche. Il segreto bancario può essere definito come l’obbligo di discrezione che i rappresentanti e gli impiegati bancari devono garantire agli affari dei loro clienti dei quali sono venuti a conoscenza esercitando il proprio lavoro. Il titolare del segreto bancario è unicamente il cliente, il quale è l’unico in grado di liberare la banca dall’obbligo di discrezione permettendole di rivelare le informazioni protette dal segreto. Un altro ambito importante – a tal proposito – è quello del diritto civile, in particolare la tematica relativa alla riservatezza come creazione normativa relativamente recente (d. lgs. 196/2003), diretta espressione della tutela riconosciuta dalla Costituzione alla dignità della persona umana, che si contrappone al diritto all’informazione.

¹⁷ Così già A. DE CUPIS, *I diritti della personalità*, Milano, 1950, pag. 108 ss.

2. LA NOZIONE DI INFORMAZIONE SOCIETARIA

Con l'evoluzione delle forme di Stato, e in particolar modo con l'intensificarsi dei processi di democratizzazione e costituzionalizzazione dell'ordinamento giuridico, l'informazione diventa – come sopra abbiamo segnalato – il bene di maggiore importanza e valore all'interno di tutte le società evolute e l'elemento sulla base del quale vengono effettuate le principali scelte individuali, economiche e politiche.

In tale contesto, il tema dell'informazione societaria – considerata come *species* del ben più ampio ed onnicomprensivo *genus* dell'informazione in senso lato – costituisce un esempio paradigmatico dell'evoluzione della società e della mutevole percezione sociale dei fenomeni informativi.

Il settore del mercato finanziario è stato profondamente inciso da tale profonda e innovativa trasformazione in termini di giuridicizzazione dello stesso: fino a qualche decennio fa, infatti, esso appariva quasi completamente privo di regolamentazione sotto il profilo dell'informazione, complice anche una concezione economica liberista, affermata sull'esempio nordamericano. Tale impostazione ha riconosciuto a lungo al mercato la massima autonomia nell'imposizione di regole e modelli di comportamento, a fronte di un ruolo del tutto inesistente riconosciuto allo Stato, completamente estraneo a meccanismi di regolamentazione in un'ottica di generale *laissez faire*, fondata sull'assunto che i mercati finanziari fossero in grado di autoregolarsi

Solo a partire dagli anni Settanta del secolo scorso si è sentita l'esigenza di un intervento regolatore che risultasse autoritativamente imposto, e la cui inosservanza importasse la previsione di sanzioni dotate di efficacia cogente, al di là di mere norme di autoregolamentazione aventi un sostrato esclusivamente etico. Rapidamente, dunque, la "terra di nessuno" è stata opportunamente solcata da una dettagliata normativa: si è così giunti ad una dettagliata regolamentazione dell'attività di comunicazione esterna delle imprese, disciplinandone modalità e forme e stabilendone, in taluni casi, l'obbligatorietà. La ragione pare evidente: il valore di qualsiasi strumento finanziario dipende dall'informazione che su di esso ha il mercato. Come dicono gli economisti, il valore del titolo incorpora le informazioni sui suoi andamenti e rendimenti futuri¹⁸.

La nozione di informazione societaria ha assunto gradualmente una dimensione molto ampia¹⁹ – attraverso la ripartizione della stessa in informazione interna ed esterna, relativa alle società di persone o alle società di capitali, informazione continua o periodica –, necessitando conseguentemente di un insieme di norme volte a disciplinarla, anche in un'ottica preventiva rispetto a determinate ipotesi di reato.

¹⁸ Il rapporto fra informazione e prezzo è ribadito dal 3° considerando della direttiva 2003/124/CE (in materia di abusi di mercato) nei seguenti termini: «Occorre accrescere la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, definendo in modo più preciso due degli elementi essenziali della definizione di informazione privilegiata, ossia il carattere preciso dell'informazione e l'importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari derivanti connessi». Per l'esame puntuale di tali caratteri si rinvia al terzo capitolo.

¹⁹ Il processo evolutivo che ha portato a riconoscere all'informazione societaria un ruolo fondamentale all'interno del mercato finanziario passa attraverso varie fasi, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso. Il concetto di informazione societaria, infatti, si è imposto prepotentemente soltanto negli ultimi decenni come emblema di una nuova concezione del mercato caratterizzata dal «progressivo arretramento di quel mito della riservatezza che improntava di sé, fino a non molti anni addietro, il regolamento delle società commerciali, sotto l'urto della contrapposta e prorompente filosofia della trasparenza». Così V. NAPOLEONI, *I reati societari*, vol. III – *Falsità nelle comunicazioni sociali e aggrottaggio societario*, Milano, 1996, p. 1.

L'informazione societaria è quella che circola all'interno del mercato e per il mercato. I destinatari dell'informazione sono soggetti che operano in tale ambito, così come operatori del mercato sono i titolari degli obblighi informativi stabiliti dalla legge. Tali obblighi si rendono necessari per assicurare la diffusione di tutte le informazioni che siano in grado di consentire la predisposizione di strategie di investimento da parte di quei soggetti che si trovano inevitabilmente in una posizione di svantaggio rispetto alle società emittenti.

Non tutte le informazioni assumono, quindi, una connotazione rilevante per il diritto societario ma soltanto quelle destinate a incidere sulle modalità di partecipazione al mercato, determinando scelte libere e consapevoli.

Occorre tuttavia la piena consapevolezza della funzione meramente strumentale della comunicazione e dell'informazione, che impedisca di confondere il mezzo con il fine, scadendo così in un vacuo formalismo. La trasparenza dell'informazione è infatti un valore giuridico che brilla soltanto di luce riflessa e appare sempre strumentale rispetto al raggiungimento di un altro risultato. La mera trasparenza in sé e per sé non è infatti qualificabile come valore: si trasforma in bene giuridicamente apprezzabile solo in funzione di ciò che mira a raggiungere.

Fine ultimo della trasparenza dell'informazione societaria è quello di garantire l'efficienza dei mercati finanziari in vista dell'ottimale allocazione delle risorse economico-finanziarie. L'informazione caratterizzata dalla trasparenza e dalla correttezza nella sua divulgazione è quindi una precondizione del corretto funzionamento del mercato stesso, una sua colonna portante: le dinamiche dei mercati potranno svolgersi correttamente ed efficientemente solo ove gli operatori possano compiere le proprie scelte di investimento e disinvestimento in base a dati oggettivamente comparabili e non decettivi.

L'informazione serve dunque a rendere manifesta la strategia dell'impresa, le scelte della stessa in termini di investimenti, la qualità dei prodotti e dei servizi, le prospettive di guadagno, la situazione finanziaria e gli eventuali segnali di crisi. Solo la conoscenza di informazioni relative a tali elementi può rappresentare una guida e un eventuale campanello d'allarme per gli investitori-risparmiatori, impegnati a selezionare le imprese in cui investire una quota, più o meno rilevante, dei propri risparmi.

Solo un'informazione al mercato che sia al contempo efficiente ed efficace è infatti in grado di aumentare la spinta propulsiva agli investimenti da parte dei risparmiatori. E se le società quotate in borsa devono la loro possibilità di approvvigionamento finanziario proprio alla partecipazione economica dei piccoli risparmiatori, che orientano le loro scelte sulla base dei dati a loro disposizione, allora appare in tutta la sua evidenza il ruolo essenziale – benché meramente strumentale – dell'informazione societaria. È chiaro, infatti, che i risparmiatori saranno portati a investire in quelle imprese che appaiono il più possibile trasparenti, che forniscono informazioni puntuali e corrette, che garantiscono – tenendo conto della componente di aleatorietà insita nel mercato finanziario – un certo margine di guadagno ai propri finanziatori.

Qualora, invece, le informazioni diffuse dagli emittenti non siano affidabili, perché (anche solo) parzialmente false, in quantità eccessiva o troppo scarsa, si ingenerano delle asimmetrie informative, che danno origine al fenomeno c.d. della selezione avversa, e – in ultima analisi – causano una fuga di capitali dal mercato finanziario, come vedremo nel prossimo paragrafo.

Si consideri, inoltre, che anche un eccesso di informazioni divulgate al mercato può finire – paradossalmente – per ostacolare la trasparenza informativa, frustrando

completamente la *ratio* sottesa all'intera disciplina delle comunicazioni al pubblico: non è infatti difficile intuire come un'eccessiva quantità di dati e notizie sortisca l'effetto di disorientare e fuorviare gli investitori, anziché consentire loro di adottare delle consapevoli e ponderate scelte di investimento o disinvestimento. Il fenomeno di *information overload*²⁰, quindi, può risolversi in un ostacolo all'efficienza del mercato e alla protezione degli investitori, ingenerando – al pari dell'informazione scarsa o lacunosa – opacità e asimmetrie informative²¹.

Peraltro, il fatto che l'informazione societaria sia prodotta dal mercato e per il mercato non esclude la sua rilevanza giuridica all'esterno dello stesso: ordinamento del mercato e ordinamento giuridico non possono infatti essere considerati come due entità separate l'una dall'altra e prive di punti di convergenza, bensì complementari e, sotto certi aspetti, sovrapponibili: «Mercato politica e diritto non sono isolabili giacché il mercato prende forma nella decisione politica, e questa si esprime in leggi. Il violatore della norma infrange, a un tempo stesso, la scelta di politica economica»²².

²⁰ Il prof. G. Rossi, nell'intervento conclusivo del Convegno intitolato «A quindici anni dal T.U.F. Bilanci e prospettive» (organizzato a Milano nei giorni 13 e 14 giugno 2013 dal Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” dell'Università Bocconi), ha ricordato una frase del proprio Maestro di diritto societario e dei mercati finanziari alla Law School di Harvard, Louis Loss, il quale – commentando il celebre *dictum* (del 1914) del giudice della Suprema Corte statunitense Brandeis, secondo il quale la trasparenza era, come la luce del sole, il miglior disinfettante – notò con battuta sarcastica che, tuttavia, un eccesso di luce solare provoca «*skin cancer*». Non mi risulta ad oggi (settembre 2013) che gli atti del Convegno – che ho potuto seguire grazie alla gentile segnalazione del prof. F. Barachini – siano stati pubblicati.

²¹ Risulta infatti evidente come, qualora l'informazione sia eccessiva, il pubblico non riuscirà a disporre in concreto di nessuna informazione idonea ad orientarlo. Il rischio è anche quello di una condotta opportunistica degli emittenti, che – “sommergendo” i risparmiatori di informazioni – potrebbero sostanzialmente eludere gli obblighi di comunicazione prescritti dall'ordinamento, di fatto impedendo che il mercato venga a conoscenza di dati e notizie relativi all'attività dell'emittente stesso.

²² Cfr. N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, p. 39. Il contributo è teso a dimostrare l'intrinseca politicità del mercato, che può essere modellata e definita dalla legge secondo principi diversi «ora pregiando la riservatezza, ora l'assoluta e generale visibilità; ora esaltando l'autonomia e

Tale assunto diviene ancora più forte se si ammette l'idea – non affatto scontata²³ – di un ordine giuridico del mercato inteso come *locus artificialis*²⁴, ossia come un sistema di relazioni governato dal diritto e da esso scaturente, regolato da leggi nelle quali può essere individuata l'origine dello stesso.

Mette – da ultimo – conto segnalare come l'informazione societaria possa essere ricondotta nell'alveo della tutela del risparmio consacrata dalla nostra Carta costituzionale. L'art. 47 Cost., affermando che la Repubblica «incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme»²⁵, offre sicuro rilievo costituzionale anche all'informazione societaria: è infatti agevole intuire come quest'ultima, perseguendo il fine immediato di consentire ai prezzi degli strumenti finanziari di rispecchiare

la responsabilità dei negozi, ora invece tutelando gli incauti e i disaccorti». Ancora: «Nessuno dubita che il mercato sia un ordine. Ordine nel senso di regolarità e prevedibilità dell'agire. Chi entra nel mercato sa che l'agire, proprio o altrui, è governato da regole, e dunque che, entro la misura definita da codeste regole, i comportamenti sono prevedibili. Ignoto è l'esito dell'affare, se ne tragga beneficio l'una o l'altra parte; ma nota è la regola, e perciò prevedibile l'agire di ambedue» (p. 4). Si tratta – com'è evidente – di una nozione di mercato inteso come materia plasmata dalla legge, senza la quale esso non avrebbe forma né ragione di esistere.

G. ROSSI (*Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 35) sostiene la tesi contraria a quella di Irti: il mercato non può cioè essere considerato un *locus artificialis* identificabile col suo stato giuridico. Al contrario, il mercato nasce sempre dal basso, e il legislatore compie incessanti sforzi normativi per rincorrerlo e ordinarlo con delle regole. Risulta in altri termini evidente che il diritto interviene su di una realtà preesistente, che esso potrà condizionare, indirizzare o ostacolare, ma giammai potrà crearla.

²³ Si veda la nota precedente.

²⁴ Secondo Irti nell'universo giuridico nulla può dirsi propriamente naturale, ossia non costituito dalla norma. Anche dove sono disciplinati fenomeni di natura questi vengono infatti ridotti a schemi tipici, a forme di eventi probabili. D'altronde la sua non è una posizione nuova nella teoria generale del diritto: basti rammentare il pensiero di Hobbes che, nel *Leviatano*, aveva sottolineato il carattere di artificialità come elemento indissociabile da ogni esperienza sociale dell'uomo, ivi inclusa quella normativa.

²⁵ Per un commento esauriente e dettagliato di tale articolo si rinvia a F. MERUSI, sub art. 47, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di G. Branca, Bologna-Roma, 1980, p. 153 ss. L'Autore propone una lettura del citato principio, secondo la quale oggetto della tutela costituzionale sarebbe soltanto il risparmio che viene reimpiegato nel sistema economico-finanziario del Paese, e non anche quello che viene semplicemente accantonato, per usi cioè tendenzialmente improduttivi di ricchezza e solo conservativi. Tale lettura non ha avuto seguito in dottrina.

costantemente il valore reale dei medesimi, risulti – in ultima analisi – preordinata a fornire tutela all’investitore-risparmiatore, nella misura in cui consente ad esso di adottare delle scelte di investimento sulla base di un *set* informativo completo, costantemente aggiornato e rispondente alla realtà.

Qualora l’informazione societaria sia inefficiente, in quanto mendace, reticente o cronologicamente sfasata rispetto alla realtà degli eventi, l’investitore-risparmiatore si sentirà scarsamente tutelato, e verrà meno la fiducia²⁶ che egli ripone nei confronti dei mercati finanziari.

²⁶ Il tema della fiducia tra investitori e mercato, fondamentale affinché si alimenti il flusso di provvista di mezzi finanziari necessario per le imprese, è stato esplorato in modo esauriente e interessante da F. VELLA, *Capitalismo e finanza*, Bologna, 2001, *passim*.

3. INFORMAZIONE SOCIETARIA E ASIMMETRIA INFORMATIVA

Il rapporto intercorrente tra funzionamento del mercato ed accesso alle informazioni da parte degli investitori riveste da sempre una rilevanza del tutto peculiare. Innanzitutto, fino dalle prime manifestazioni del capitalismo moderno, infatti, ogni soggetto interessato ad entrare nel mercato investendo le proprie risorse nell'ambito di attività imprenditoriali ha dovuto calibrare le proprie scelte non solo in relazione alle informazioni connesse ai fenomeni economici, ma anche alla miriade di fattori che ai primi sono indirettamente connessi, pur condizionandoli ed influenzandoli²⁷.

In secondo luogo, l'investimento nei mercati finanziari per sua natura è caratterizzato da un'elevatissima percentuale di rischio: si tratta di una vera e propria scommessa sul futuro, il cui buon esito dipende dall'influenza di una molteplicità di fattori. L'informazione societaria²⁸ – in quest'ottica – svolge un ruolo determinante

²⁷ Si pensi, ad esempio alla rilevanza che ebbero sulle scelte economiche, nei secoli scorsi ma non solo, gli eventi bellici: vasti fenomeni di arricchimento e di rapido spostamento delle risorse finanziarie sono stati legati proprio al minore o maggiore accesso che gli imprenditori avevano ai Palazzi della politica ed alla circolazione delle informazioni non esclusivamente economiche. Intendiamo riferirci alla c.d. *market information*, che fa da *pendant* alla *corporate information*, ossia ai fatti e alle notizie interni all'emittente. Per l'esame di tali concetti si rinvia al terzo capitolo, par. 1.

²⁸ Colgo l'occasione – una volta per tutte – per sgombrare il campo da un possibile equivoco, cui potrebbe indurre tale espressione. Con la locuzione “informazione societaria” si fa riferimento, infatti, al *set* di dati e notizie relative all'attività sociale che gli emittenti quotati devono comunicare al pubblico – e tale prospettiva costituirà l'oggetto della presente tesi –, ma anche alle informazioni che il socio ha diritto di ottenere dalla società, nell'ottica di esercitare pienamente i propri diritti sociali. Si è parlato, con riferimento alla prima accezione, di informazione esterna o “esosocietaria” (secondo l'espressione usata da G. M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione endoconsiliare degli amministratori di s.p.a.*, in *Le Società*, 2005, n. 12, p. 1465 ss.), mentre con riguardo alla seconda, invece, si è parlato di informazione interna o “endosocietaria”. Quest'ultima si sostanzia, ai sensi dell'art. 130 TUF – rubricato «Informazione dei soci» – nel diritto, riconosciuto ai soci, di prendere

in quanto il rischio assunto sarà strettamente collegato alla quantità ed alla qualità di informazioni che l'investitore sarà in grado di reperire prima di compiere le proprie scelte.

Lo scopo di un mercato efficiente sotto il profilo informativo deve essere proprio quello di cercare di limitare il fattore di rischio connesso agli investimenti, o quanto meno di far sì che esso sia consapevolmente assunto dai risparmiatori, attraverso un controllo sulle modalità di circolazione delle informazioni, sulla loro correttezza e sulla parità di accesso alle stesse da parte dei vari soggetti che cooperano all'interno del mercato.

Sul modello di mercato diffusosi all'interno dei Paesi con un'economia avanzata, modello che, peraltro, sussiste dagli albori del capitalismo, ha inciso in maniera rilevante l'evoluzione economica ed industriale degli ultimi decenni. La trasformazione economica globale, infatti, ha contribuito ad accentuare la rilevanza dello stretto rapporto che intercorre tra investimenti ed informazione societaria²⁹.

Le profonde trasformazioni in campo economico, infatti, hanno contribuito ad allontanare sempre di più l'azionista – *rectius* l'investitore in generale – dall'attività di gestione della società cui partecipa e dalla possibilità di effettuare un concreto controllo sulla stessa. Questo è avvenuto in quanto le dimensioni delle società sono

visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate e di ottenerne copia a proprie spese. Per una attenta analisi della portata dell'art. 130 TUF si rinvia a F. BARACHINI, *L'art. 130 del T.U. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: i nuovi confini del diritto di informazione del socio*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 689 ss. Tale contributo – sebbene anteriore alla riforma societaria del 2003 e, quindi, alla nozione di informazione “endoconsiliare” di cui all'art. 2381 c.c. – risulta tuttora utile e interessante.

²⁹ Così M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959, p. 3 ss. L'autore, nonostante operi in un panorama economico (e normativo) totalmente differente rispetto a quello attuale, formula delle interessanti osservazioni in tal senso – in particolare in relazione al diritto all'informazione esistente in capo all'azionista – che, pur con gli opportuni adattamenti, possono essere tuttora considerate valide e attuali.

cresciute in misura esponenziale, rendendo concretamente irrealizzabile la partecipazione diretta della moltitudine di piccoli azionisti isolati³⁰.

La partecipazione dei soggetti apportatori di capitali può avere forme più o meno significative. È chiaro, infatti, che la posizione dell'azionista-imprenditore³¹ risulta essere più forte rispetto a quella dell'azionista-risparmiatore, nonché sicuramente più incisiva nelle scelte della società. L'azionista-imprenditore contribuisce invero alla formazione della volontà dell'impresa, assume determinate competenze in ambito assembleare, è titolare di diritti pienamente esercitabili all'interno dell'assemblea, a fronte dei quali incombono su altri soggetti specifici doveri.

Diverso è, invece, il caso dell'azionista-risparmiatore, al quale si rivolge la società per raccogliere la provvista di capitale necessaria per svolgere l'attività sociale. Il piccolo risparmiatore infatti è titolare di partecipazioni minime ed è sicuramente più interessato all'incremento patrimoniale del proprio investimento piuttosto che alla gestione della società: per tale ragione le società i cui titoli sono quotati in mercati regolamentati sono soggette a una disciplina speciale per quanto attiene alla diffusione di informazioni al pubblico. Risulta, infatti, evidente come l'unico strumento utile a colmare questa fisiologica lacuna in termini di partecipazione alla

³⁰ Le norme in tema di *corporate governance* e di azioni risarcitorie modellate sulla figura delle *class actions* americane potrebbero sicuramente comportare un mutamento della situazione, nel senso del riconoscimento di maggiori diritti anche ai piccoli azionisti, poco interessati alla gestione societaria e – oltretutto – detentori di percentuali di capitale sociale tali da non consentire loro l'accesso a diritti, il cui esercizio richiede il raggiungimento di soglie minime di possesso azionario.

Ma è sicuramente prematuro poter giudicare gli effetti di disposizioni normative ancora non pienamente attuate né tantomeno radicatesi come effettivi strumenti di tutela.

³¹ Secondo la terminologia utilizzata da parte della dottrina, che li contrappone agli azionisti-risparmiatori: si veda, ad esempio, C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV. (a cura di), *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Studio – S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, p. 256.

vita della società sia costituito dai meccanismi informativi, che saranno oggetto³² della presente tesi.

Fenomeni quali la frammentazione dell'azionariato, la decentralizzazione degli investimenti, la dematerializzazione degli strumenti finanziari³³, hanno contribuito ad incrementare il livello di rischio legato all'acquisto di strumenti finanziari, i quali costituiscono la principale modalità di reimpiego del denaro risparmiato, e allo stesso tempo di finanziamento delle imprese per la produzione di beni e servizi, non solo per l'utente più esperto del mercato finanziario, ma anche – e soprattutto – per la moltitudine di investitori desiderosi di trarre il maggior utile possibile dai propri preziosi risparmi.

Nel momento in cui il semplice risparmiatore sceglie, più o meno consapevolmente, di investire in obbligazioni, azioni o fondi di investimento è posto dinanzi ad un fattore di rischio del tutto paragonabile – con la dovuta proporzione – a quello del grande azionista, con la notevole differenza però, di soffrire di un fisiologico squilibrio informativo.

Tra gli investitori non imprenditori, inoltre, deve essere fatta un'ulteriore distinzione tra l'investitore professionale ed il comune risparmiatore. Il primo, infatti, potrà indiscutibilmente contare su uno *stock* di nozioni, connesse all'esperienza acquisita, di cui il *quivis de populo*, che ricorre agli strumenti finanziari su

³² Oggetto della tesi saranno soltanto i meccanismi informativi dettati dall'art. 114 TUF.

³³ Il passaggio dalla nozione di mercato nella sua fisicità, come luogo di scambio materiale di titoli negoziati, al mercato "ideale" volto ad assicurare una maggiore celerità nelle operazioni di contrattazione e di scambio delle prestazioni, è stato realizzato gradualmente con l'introduzione di meccanismi di "dematerializzazione" dei titoli negoziati nei mercati ufficiali a partire dal 1986 con la legge n. 289. La successiva legge 213/98 ha completato il processo di distruzione progressiva della carta in circolazione (cd. "*paper crunch*"). Si veda in merito F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, p. 317 ss.

suggerimento delle banche o dei consulenti finanziari, sicuramente non dispone. Ulteriore fattore da tenere in considerazione è poi il sostanziale disinteresse che il piccolo azionista isolato nutrirà nei confronti delle vicende societarie interne, a differenza, ad esempio, del grande azionista che partecipi direttamente alla gestione della stessa.

Il deficit informativo di cui soffre il risparmiatore è dovuto alla distanza che intercorre fra lui e l'attività societaria, che cresce proporzionalmente alle dimensioni della stessa, alla sua localizzazione e, naturalmente, alla qualità e quantità delle notizie che gli verranno fornite al momento dell'investimento. Anche sulla scorta di queste considerazioni l'informazione societaria può essere definita – nelle società di grandi dimensioni – come l'unico mezzo di protezione della maggioranza non organizzata degli azionisti.

Queste riflessioni offrono l'occasione per analizzare un ulteriore aspetto. La progressiva crescita di importanza del bene giuridico costituito dall'informazione societaria ha dato vita a nuove figure professionali, cui è concretamente demandato il concreto funzionamento dei canali informativi. Si tratta – com'è ovvio – dei consulenti finanziari che, operando all'interno delle banche oppure in maniera del tutto autonoma in veste di intermediari professionali, dovrebbero avere il fondamentale compito di costituire un *trait d'union* tra il risparmiatore e le informazioni relative all'emittente. L'attività di queste figure professionali è disciplinata dalle norme del TUF, ma è innegabile che gran parte dell'efficienza del trasferimento delle informazioni risulti demandata alla correttezza ed alla moralità professionale dei suddetti operatori.

I casi di cronaca degli ultimi anni hanno però dimostrato chiaramente come il piccolo investitore non possa sempre ritenersi tutelato da questi professionisti, dato che, non

di rado, l'interesse di tali operatori è principalmente quello di collocare sul mercato gli strumenti finanziari trattati, senza segnalare compiutamente al cliente il coefficiente di rischio dell'investimento che sta per compiere. Il risparmiatore, dunque, è spinto all'acquisto di strumenti finanziari di cui non comprende pienamente il meccanismo di funzionamento, semplicemente perché allettato dagli elevati margini di guadagno prospettati.

Né tanto meno possono ritenersi sufficienti allo scopo i c.d. prospetti informativi, per i quali il TUF³⁴ dispone il preventivo controllo della Consob. È noto infatti che tali prospetti risultano essere del tutto inidonei a raggiungere lo scopo informativo per cui sono stati predisposti dal legislatore: la loro formulazione risulta di difficile comprensione per l'investitore professionale e completamente oscura per il piccolo risparmiatore³⁵. In un sistema ipoteticamente "ideale" a tale lacuna potrebbe supplire l'intervento del consulente finanziario, qualora non versasse nel segnalato conflitto di interessi.

L'informazione societaria cosiddetta esterna, dunque, acquista, nella moderna realtà capitalistica, da un lato, la valenza di vero e proprio bene giuridico, e dall'altro quella di strumento di tutela degli interessi collettivi.

Risulta ormai pacificamente condivisa la convinzione che si assista ad una tendenza evolutiva dell'informazione societaria, sotto la spinta della cosiddetta

³⁴ Si tratta dell'art. 113 TUIF che rimanda, in relazione alle modalità di pubblicazione del prospetto di quotazione, alla potestà regolamentare della Consob.

³⁵ Si veda in merito G. VEGAS, *Le posizioni delle Autorità*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *L'informazione societaria. Molti «rumours» per nulla*, in AGE, 2013, n. 1, p. 338 ss., ove il Presidente della Consob lamenta l'incessante crescita della quantità di informazioni che devono essere contenute obbligatoriamente nei prospetti informativi, ormai prossimi alla soglia delle cento pagine. La mole di informazioni ostacola la retta intelligenza dei contenuti: «più c'è scritto, meno si capisce», sostiene Vegas. Eviterebbe tali rischi l'adozione del sistema comunitario del "Kiid", contenente poche informazioni, di carattere qualitativo, in grado di fornire all'investitore dei semplici parametri di giudizio.

“filosofia della trasparenza”. Si tende cioè a innalzare progressivamente il livello qualitativo-quantitativo dell’informazione obbligatoria. Tale tendenza ha portato, in tempi recenti, a una vera e propria proliferazione dei relativi obblighi informativi.

Si determina, dunque, una naturale distinzione tra dovere di informazione, che sussiste in capo alla società ed ai soggetti che la legge individua come tenuti a fornire tali informazioni, e diritto all’informazione, che le medesime norme garantiscono in capo all’investitore. Tale diritto deve però essere contemperato con il diritto alla riservatezza³⁶, di cui godono gli emittenti relativamente a determinate operazioni.

Si tratta di bilanciare, dunque, due istanze di natura sì divergente, ma entrambe funzionali ad evitare che si determinino distorsioni nel mercato. Se da un lato, infatti, il risparmiatore per essere tutelato ha indiscutibilmente diritto ad essere correttamente reso edotto su alcuni aspetti dell’andamento societario, che influenzeranno le prospettive di guadagno del titolo che si appresta ad acquistare, dall’altro non deve trascurarsi la necessità che alcune informazioni riservate ed interne alla compagine societaria non vengano indiscriminatamente diffuse e strumentalizzate. L’informazione, infatti, quando giunge sul mercato, soprattutto se ciò avviene nel momento meno opportuno, può avere un effetto dirompente: si pensi solo ai casi in cui le imprese concorrenti potrebbero risultare avvantaggiate dalla diffusione di un’informazione riservata, o a quelli in cui una prematura propalazione di notizie potrebbe far fallire alcune trattative in corso.

Proprio sulla scorta di tali osservazioni il legislatore ha ritenuto necessario intervenire per regolare i flussi informativi, in modo tale da distinguere tra le

³⁶ La questione – sulla quale torneremo nel prosieguo della tesi – è stata da sempre affrontata dalla dottrina. Tra i molti si vedano A. BARTALENA, *L’abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989, p. 18 ss; S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012, *passim*.

informazioni che devono essere diffuse – e che sono regolamentate soprattutto dalla Consob –, e quelle che, invece, devono essere protette, in quanto rientranti nel diritto alla riservatezza dell'impresa.

In quest'ottica si inserisce la questione della tutela del segreto aziendale³⁷. Il patrimonio conoscitivo aziendale, anche quando non è coperto da diritti di privativa, gode di una – seppur parziale – forma di tutela giuridica³⁸. La legge, infatti, riconoscendo l'importanza delle informazioni segrete, concede al titolare delle stesse una protezione soggettivamente e oggettivamente relativa, che si concretizza nella previsione di una serie di fattispecie in cui è posto, a carico di determinati soggetti, un obbligo di segretezza.

Tutte le informazioni di cui dispone l'azienda, che costituiscono il *know-how* aziendale³⁹, siano esse utilizzate o utilizzabili per attuare un processo produttivo, o utilizzate a scopo commerciale, o per un impiego tecnologico, devono derivare da un *iter* di studi, ricerche e patrimonio di esperienze e conoscenze aziendali. Perché poi queste informazioni siano degne di tutela giuridica, oltre ad essere idonee a costituire un patrimonio di utilità per l'azienda, devono essere segrete in quanto difficilmente

³⁷ La materia è disciplinata dal Codice della proprietà industriale, emanato con il d. lgs. n. 30 del 2005.

³⁸ Gli strumenti a tutela del segreto industriale sono rappresentati da norme di varia natura: in primo luogo vengono sanzionati penalmente i comportamenti lesivi del segreto professionale e del segreto industriale (artt. 622 e 623 c.p.). La condotta penale è ravvisabile se ha per oggetto delle notizie segrete. Il requisito, affinché vengano considerate segrete tali notizie è che non devono essere di dominio pubblico e che contengano un *quid novi*, nel senso di una qualsiasi possibilità di applicazione industriale. In secondo luogo un obbligo di segretezza è previsto, ai sensi dell'art. 2105 c.c., nei confronti del dipendente, per la durata del rapporto di lavoro, prorogabile con un patto di non concorrenza. Infine, a seguito dell'Accordo sugli aspetti dei diritti di proprietà intellettuale attinenti al commercio del 1995 (TRIPs), che ha determinato l'introduzione nella legge italiana sui brevetti dell'art. 6-bis, la tutela del segreto è stata esplicitamente inserita nella tematica della concorrenza sleale.

³⁹ La definizione di *know-how* viene fornita dal Regolamento n. 1996/240/CE, del 31 gennaio 1996, che lo identifica come «un insieme di informazioni tecniche segrete, sostanziali e identificate in una qualsiasi forma appropriata».

accessibili, e protette dal legittimo titolare attraverso una serie di tutele e strumenti non conoscibili da terzi, quali circolari interne specifiche, procedure di sicurezza, clausole di riservatezza *ad hoc* per determinati operatori aziendali, contratti di sicurezza o di segregazione⁴⁰.

L'informazione in sé è portatrice di un elevato grado di "esternalità": essa comporta almeno un costo, quello necessario per la raccolta delle informazioni da diffondere, e un rischio, connesso all'eventualità che i *competitors* si avvantaggino delle informazioni divulgate dall'emittente. Tuttavia, solo al ricorrere di determinate circostanze essa assumerà la veste di esternalità positiva, essendo in grado di dispiegare dei benefici effettivi non solo nei confronti dei soggetti che la ricevono, ma anche nei riguardi della società che la produce. Appare chiaro quindi che solo in questo caso la società avrà interesse a diffondere correttamente le informazioni che la riguardano, per conferire il necessario *appeal* ai propri titoli, dando vita a quel circolo virtuoso che le informazioni sono in grado di produrre sul mercato.

Qualora, invece, gli emittenti – e questo è il punto centrale del nostro discorso – diffondano informazioni non corrette, scarse o incomplete, in tale ipotesi tra il *management* dell'impresa, che potremmo definire il "venditore" degli strumenti finanziari, dotato quindi di un ampio *set* informativo relativo al prodotto che intende collocare sul mercato, e gli investitori-risparmiatori in cerca di occasioni di proficuo

⁴⁰ L'assenza, come si è detto, di una tutela universale del segreto, condiziona decisamente i trasferimenti delle tecnologie non brevettate e rende indispensabile la stipulazione di particolari contratti detti "accordi di segretezza". Onde non vanificare la lunga efficacia del segreto è opportuno che l'obbligo di segretezza, in tal caso, sia convenuto non solo per il periodo di durata del contratto, ma anche per il periodo successivo alla sua cessazione. L'obbligo di riservatezza in questo tipo di contratti deve essere espressamente pattuito in termini più espliciti possibili, venendo nel contempo determinato il termine della durata di questa clausola. È dubbia, però, la validità di accordi che impongano *sine die* al licenziatario un obbligo di segretezza; pertanto, per essi dovrebbe essere previsto un limite temporale accettabile. In caso di violazione di un accordo di segretezza, l'unica tutela di cui l'alienante potrà disporre è rappresentata dal risarcimento del danno provocato da una responsabilità per inadempimento contrattuale.

investimento si crea un'asimmetria informativa, che conduce al fenomeno negativo della selezione avversa. Qualora, infatti – in assenza di opportuni correttivi – la scarsa qualità o quantità delle informazioni diffuse non consenta di trarre certezze sulle caratteristiche del bene offerto sul mercato – vale a dire dello strumento finanziario –, l'investitore tenderà a offrire un prezzo corrispondente ad una media di quelli richiesti, che risulterà vantaggioso e premiante per i venditori di titoli “di bassa qualità”, i quali riceveranno un prezzo maggiore di quello che essi sanno essere reale, ma che risulterà – invece – penalizzante per coloro che offrono strumenti finanziari “di elevata qualità”, giacché costoro riusciranno a realizzare un prezzo inferiore a quello reale⁴¹. Questi ultimi emittenti non riterranno più conveniente la permanenza nel mercato e ne usciranno, con il risultato finale che vi resteranno solo soggetti truffaldini che offrono titoli di pessima qualità, con l'inarrestabile abbassamento del valore medio dei beni in vendita e il conseguente innesco di un pericoloso circolo vizioso che alla fine porterà alla distruzione del mercato o – comunque – ad un suo drastico ridimensionamento. La selezione avversa genera grosse inefficienze nel mercato, quando non conduce direttamente al suo “fallimento”.

⁴¹ Ritengo utile il colorito esempio citato da più parti in dottrina (si veda, ad esempio, C. ANGELICI, cit., p. 255 ss.): poniamo il caso di un mercato di uova (la dottrina statunitense, invece, ricorre solitamente al mercato di auto usate), nel quale si vendano uova buone e uova marce. Qualora i venditori dichiarino lo stato reale delle uova, quelle buone saranno vendute ad un prezzo elevato, quelle marce ad un prezzo minimo. Nell'ipotesi, invece, in cui i venditori si rifiutino di dare informazioni sulla merce o diffondano informazioni incomplete o mendaci, i compratori saranno disposti ad offrire un prezzo intermedio tra quello delle uova sane e quello delle uova avariate, con la conseguenza che i disonesti venditori di uova marce ricaveranno più di quanto valga il prodotto (scadente) offerto, mentre i venditori di uova buone, al contrario, subiranno una perdita ricavando meno di quanto vale realmente il loro bene. Il risultato finale sarà che da quel mercato usciranno tutti i venditori di uova sane, e vi resteranno solo i poco raccomandabili venditori di uova guaste, i quali a loro volta – se possibile nell'esempio che stiamo facendo – saranno rimpiazzati da soggetti che offriranno beni di qualità ulteriormente peggiore, fino a quando nessun potenziale acquirente metterà più piede in quel mercato.

Per scongiurare tale evenienza si rivela di fondamentale importanza l'intervento del legislatore. Solo la presenza di norme specifiche (si tratta della c.d. *mandatory disclosure* o informativa obbligatoria) in grado di assicurare determinati flussi informativi, e di limitare al minimo le condotte opportunistiche derivanti dalle asimmetrie informative, può – infatti – indurre le aziende a superare le naturali resistenze alla diffusione di informazioni *price sensitive*⁴².

Diversamente, sarebbe del tutto impossibile far ruotare il sistema esclusivamente intorno alla *voluntary disclosure*. Difficilmente infatti si potrebbe giungere a una spontanea diffusione di informazioni laddove la società non si sentisse adeguatamente ricompensata delle informazioni privilegiate diffuse, o quanto meno rassicurata circa l'insussistenza di *free riding* da parte delle imprese concorrenti.

Il discorso fin qui condotto porta ad una ulteriore problematica che si intende affrontare. Come si è già accennato, l'informazione nell'ambito dei mercati societari costituisce un vero e proprio bene giuridico. Si assiste ad un processo di “materializzazione” di un elemento effimero e sfuggente, seppur dotato di una valenza contenutistica assolutamente preponderante. Alcuni autori⁴³ la configurano come *res*, in tal senso giungendo ad affermare che essa è persino oggetto di un diritto reale⁴⁴ di cui titolari sono sia la società che i soci e gli altri soggetti che operano all'interno del mercato. La società ha infatti il diritto di disporne, per il

⁴² Così R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 775 ss.

⁴³ Così A. BARTALENA, cit., p. 16.

⁴⁴ In quest'ottica si invoca persino l'applicabilità dei presidi predisposti dall'ordinamento a tutela del diritto dominicale. È difficile negare però che una concezione del genere risulta essere quasi anacronistica e pertanto non del tutto convincente.

raggiungimento degli obiettivi propri dell'impresa in termini di produttività, efficienza e profitti. I soci invece – e alla loro situazione viene equiparata quella di chi, a qualunque titolo, sia in grado di possedere forme di partecipazione sia pur minima alla vita della stessa società – vantano il diritto ad ottenerne l'accesso.

Riscontrata la naturale asimmetria informativa che caratterizza l'attuale attività dei mercati finanziari, il legislatore non può esimersi dall'intervenire direttamente a protezione dei soggetti più deboli, cioè gli investitori che sono posti alla periferia del sistema economico, per regolamentare il bene informazione ed, in particolare, la circolazione dello stesso, volta a colmare le segnalate lacune informative esistenti tra i soggetti che operano nel mercato.

Non si tratta di tendere all'uguaglianza all'interno del mercato: questa prospettiva, infatti, sarebbe del tutto utopistica dato che l'economia capitalistica di per sé si regge sugli squilibri economici ed anche informativi. Si tratterebbe, piuttosto, di garantire sulla scorta dello strumento normativo, perlomeno la parità di accesso, il c.d. *equal access* di tutti gli investitori sul mercato, cercando di contemperare il corretto funzionamento dello stesso con gli interessi degli investitori più deboli. Sono queste le conclusioni della c.d. teoria del *market egalitarianism* che è frutto di un dibattito sorto negli Stati Uniti negli anni '80 sulla base di alcune posizioni assunte dalla SEC e dalla Suprema Corte⁴⁵.

Il fulcro della teoria in discorso⁴⁶ risiede nella necessità di garantire a tutti i soggetti che si avvicinano al mercato la medesima parità informativa. Si è correttamente argomentato in dottrina sull'impossibilità di attuare un tale modello

⁴⁵ Si tratta del caso *Chiarella v. United States* del 1980 in U.S., 1980, vol. 445, p. 222 ss.

⁴⁶ Elaborata da L. LOSS, *The Fiduciary Concept as applied to trading by Corporate "insiders" in the United States*, in *Mod. Law Rev.*, 1970, p. 34 ss.

sotto il profilo economico, in quanto il mercato fisiologicamente si fonda proprio su squilibri economici (e non già sull'eguaglianza), dai quali discendono inevitabilmente anche alcuni squilibri informativi: vi saranno, in altri termini, sempre alcuni soggetti che dispongono di un bagaglio di conoscenze e informazioni superiore rispetto a quello degli altri operatori presenti nel mercato. Vi potranno essere – ed invero esistono da sempre – soggetti la cui professione consiste proprio nel raccogliere e studiare dati e notizie relative ai mercati finanziari. Orbene, nonostante l'inevitabile presenza di tali soggetti, il mercato potrà dirsi efficiente: si è affermato, infatti, che un mercato efficiente può essere quello in cui «in ogni momento i prezzi riflettono pienamente tutta l'informazione disponibile»⁴⁷.

Approfondendo la relazione esistente tra le informazioni ed i prezzi si è anche affermato⁴⁸ come la diversa quantità delle prime dia vita a tre concetti di efficienza informativa: *weak-form* (efficienza debole) se nei prezzi sono presenti solo le informazioni relative alla variazione degli stessi in prospettiva diacronica; *semi-strong form* (efficienza semi-forte), se nei prezzi sia contenuta anche l'informazione pubblica presente sul mercato; *strong-form* (efficienza forte) se i prezzi riflettono sia le informazioni di natura pubblica che quelle di natura privata, oltre che le notizie in possesso degli *insider*, cioè coloro che dispongono dell'informazione *price sensitive* ancor prima che essa sia resa pubblica.

Già si è detto che sul piano economico non può parlarsi di uguaglianza di accesso alle notizie circolanti sul mercato, mentre è su quello normativo che il

⁴⁷ Si veda a tal proposito R. GILSON, R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, p. 550 ss.

⁴⁸ Si tratta della nota teoria di E. FAMA, *Efficient Capital markets: a Review of the Theory and empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, p. 383 ss. Tale opera è considerata il manifesto della teoria della efficienza dei mercati e riporta sostanzialmente le conclusioni raggiunte dalla Scuola di Chicago negli anni '60.

legislatore può tentare di colmare le fisiologiche differenze esistenti: è proprio in questa prospettiva che si deve riflettere sulla necessità di tutela del bene giuridico informazione. Una tutela che l'ordinamento attua nella duplice forma della norma civile e di quella penale.

Dal punto di vista civilistico si è già avuto modo di fare riferimento alle norme del TUF⁴⁹, soprattutto in tema di prospetto informativo e di comunicazioni obbligatorie al pubblico, materie ripetutamente incise dalla normativa comunitaria, ossia espressione di un comune modo di sentire all'interno dell'ordinamento giuridico europeo. Non si trascuri – inoltre – l'importanza del principio dettato dall'art. 92 TUF, in forza del quale gli emittenti quotati debbono garantire a tutti i portatori degli strumenti finanziari le informazioni necessarie per l'esercizio di tutti i diritti, risultando pertanto illecite le condotte degli emittenti volte a generare asimmetrie informative.

Tuttavia, data l'importanza del bene giuridico di cui si discute, non deve sottovalutarsi la necessità che allo stesso venga riconosciuta una tutela rafforzata rispetto a quella civilistica, attraverso il ricorso alla sanzione penale e amministrativa.

Negli ultimi decenni, infatti, sono state elaborate anche nel nostro ordinamento nuove figure di reato, e quelle già esistenti sono state modificate, allo scopo di rendere l'intero sistema giuridico più idoneo alla tutela del bene giuridico informazione. Intendiamo riferirci alle modifiche del TUF recate dalla l. n. 62 del

⁴⁹ Sono soprattutto queste ultime ad assumere un'importanza decisiva nell'affermazione di regole e principi del tutto nuovi. Il regime del mercato infatti «si va costruendo fuori dal codice civile: estraneità che indica non tanto il luogo delle norme quanto l'emersione di principi ignoti al codice civile del 1942 e alla stessa Costituzione»: così N. IRTI, cit., p. 154.

2005⁵⁰, che ha riscritto la disciplina repressiva dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato, introducendo l'accennato "doppio binario di punibilità".

Tale intervento del legislatore penale si è concretizzato soprattutto attraverso il recepimento costantemente aggiornato – per il tramite della disciplina comunitaria – dei modelli giuridici provenienti dagli ordinamenti di Paesi caratterizzati da un capitalismo più maturo rispetto a quello italiano e già forniti di strumenti normativi idonei a sanzionare le condotte distorsive – nell'ambito dell'informazione societaria – per mezzo di fattispecie di reato, tra cui spicca sicuramente *l'insider trading*.

L'esistenza di una tutela di stampo penalistico è un'ulteriore conferma del fatto che l'informazione societaria ha natura di bene giuridico collettivo, e necessita – in quanto tale – di un livello di protezione rafforzato rispetto a quello che potrebbero fornire esclusivamente gli strumenti normativi privatistici⁵¹.

Giova infine osservare come, sul versante opposto a quello segnato dal citato art. 47, la Costituzione Italiana tuteli all'art. 41 la libertà dell'iniziativa economica privata, che sembrerebbe protesa verso istanze di tutela della riservatezza in ordine alle attività di impresa piuttosto che verso la trasparenza informativa, cui mira la disciplina civile e penale di cui sopra. Non si deve, tuttavia, dimenticare che l'iniziativa economica consacrata dall'art. 41 non può mai svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, ragion per cui la prima, secondo l'attuazione più coerente dei principi cardine del nostro ordinamento, potrà essere realizzata solo nel rispetto dei valori costituzionali di solidarietà e di eguaglianza formale e sostanziale dei cittadini.

⁵⁰ Si tratta della legge comunitaria per l'anno 2004, con la quale è stata recepita nel nostro ordinamento la disciplina comunitaria del 2003 in materia di abusi di mercato, della quale ci occuperemo ripetutamente in seguito.

⁵¹ Per il concetto di complementarietà tra *public* e *private enforcement* della disciplina dei mercati finanziari – recentemente ribadito dalla giurisprudenza della Corte di cassazione – si rinvia al capitolo II, paragrafo 1.

CAPITOLO II

LE COMUNICAZIONI AL PUBBLICO: L'ART. 114 TUF.

PROFILI GENERALI

1. LA STORIA DELLA NORMA FINO ALL'EMANAZIONE DEL TUF⁵²

La disciplina dell'informazione continua ha fatto ingresso nel nostro ordinamento con l'art. 6 della l. n. 157/1991⁵³ (recante «norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa», cd. legge sull'*insider trading*), il quale ha demandato alla Consob, con formulazione generica, il compito di stabilire con

⁵² Il presente *excursus* storico arriva fino all'emanazione del TUF: delle modifiche e delle integrazioni subite dall'articolo 114 nel corso della sua travagliata vita fino ad oggi si darà conto nei singoli luoghi del commento.

⁵³ La disposizione di detto art. 6 costituiva attuazione della direttiva comunitaria n. 89/582/CEE in tema di repressione dell'*insider trading*: in particolare l'art. 7 di tale direttiva stabiliva un legame tra disciplina dell'*insider trading* e flusso delle informazioni provenienti dall'emittente, attribuendo alle seconde un ruolo ancillare rispetto alla prima. Veniva operato un richiamo espresso alla disposizione contenuta nel punto 5a dello Schema C allegato alla direttiva n. 79/279/CEE (intitolata «Coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori»), che così recitava: «La società deve informare il pubblico quanto prima dei fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività, che non sono di dominio pubblico, ma che possono, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale o finanziaria o sull'andamento generale degli affari della società, provocare un'importante variazione del corso delle sue azioni. Le autorità competenti possono tuttavia dispensare la società dall'osservanza di tale obbligo, qualora la diffusione di alcune informazioni arrechi pregiudizio agli interessi legittimi della società». Sul punto si veda G. CARCANO, *La direttiva CEE sull'«insider trading»*, in *Riv. soc.*, 1989, p. 1026 ss.

regolamento «le modalità, i termini e le condizioni dell'informativa al pubblico su tutte le notizie, i fatti, le statistiche e gli studi (...) che abbiano interesse per i soci, per i risparmiatori e per il corretto funzionamento del mercato». La Consob ha dato attuazione alla normativa primaria tramite il regolamento n. 5553/1991, il cui art. 5, 1° comma ha costituito la norma di riferimento in materia di informazione continua fino all'emanazione del TUF.

La formulazione di detto art. 5 – che risultava assai simile⁵⁴ a quella dello Schema⁵⁵ C allegato alla direttiva 79/279/CEE e di fatto ne costituiva la prima reale attuazione nel nostro ordinamento – prevedeva a carico degli emittenti valori mobiliari quotati il dovere di informare il pubblico dei fatti che si verificavano nella loro sfera di attività e che non fossero di pubblico dominio e fossero idonei, se resi pubblici, stante la loro incidenza sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria ovvero sull'andamento degli affari degli emittenti stessi, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei loro valori mobiliari quotati.

A seguito dell'emanazione del TUF la disciplina sull'informazione continua, che aveva il suo nucleo fondamentale nel citato art. 5 del regolamento Consob del 1991, ha guadagnato rango legislativo: la qual cosa non aveva solo ricadute formali e relative alla gerarchia delle fonti del diritto, ma stava a significare probabilmente un cambio di prospettiva da parte del nostro legislatore, a sua volta conseguenza della crescente importanza che andava rivestendo il principio della trasparenza all'interno di ogni mercato finanziario.

⁵⁴ Vicinanza terminologica si riscontra anche rispetto all'art. 3 della l. 157/1991 che scolpisce la nozione di informazione riservata.

⁵⁵ Il punto 5a dello Schema è riportato subito sopra in nota.

Al di là delle conseguenze formali appena accennate, il TUF segnò un cambio di rotta sotto il profilo sostanziale: l'art. 114 rubricato «Comunicazioni al pubblico» segnò l'abbandono del “metodo casistico” utilizzato dal regolamento n. 5553 – che elencava una serie di singole situazioni⁵⁶ al ricorrere delle quali scattavano gli obblighi informativi – per approdare all'individuazione di una serie di regole generali di condotta, all'interno delle quali fossero sussumibili tutti i possibili accadimenti suscettibili di assumere rilievo per la platea degli investitori nella vita di un emittente quotato.

Tale cambio di rotta si accompagnò ad una revisione del ruolo⁵⁷ dell'organo di vigilanza: alla Consob non era più affidato in via principale il compito di redigere minuziosi regolamenti che cercassero di disciplinare tutte le possibili manifestazioni della realtà societaria dalle quali potesse scaturire un qualche pericolo (giuridicamente rilevante) per i mercati – sulla cui utilità si era da più parti dubitato⁵⁸ –, bensì quello, assai più gravoso da tradurre nella pratica, di promuovere la diffusione, tra gli operatori finanziari, di una cultura della trasparenza⁵⁹, la quale

⁵⁶ Nel vigente regolamento Emittenti permane la presenza di avvenimenti dai quali scaturisce l'obbligo di informare il pubblico, ma si tratta di semplici situazioni paradigmatiche che hanno mero scopo esemplificativo, ben lontano dal canone della tassatività.

⁵⁷ In tal senso si esprime M. RIGOTTI, *Informativa societaria*, in A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 620.

⁵⁸ La stessa Consob (nell'ambito delle *Note tecniche in materia di informativa societaria*. Documento di consultazione del 12 maggio 1998) era consapevole del problema e aveva sottolineato la necessità e opportunità di disciplinare l'informazione continua mediante l'emanazione di un nuovo regolamento «caratterizzato da maggiore snellezza rispetto all'attuale delibera 5553/1991 e basato sull'enunciazione di principi generali di comportamento».

⁵⁹ Assai significative appaiono le riflessioni formulate dalla Consob (*Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente T. Padoa Schioppa*, Milano, 7 aprile 1998) nei seguenti termini: «se correttezza e trasparenza del comportamento non divengono uso e costume di una piazza finanziaria, delle imprese e delle persone che vi operano, quella piazza è destinata a decadere o a divenire luogo di attrazione di cattivi soggetti. Se il principio della fiducia non riceve sostegno dal mondo degli operatori finanziari e se chi lo tradisce non è colpito dalla sanzione della disistima da parte del suo stesso ambiente, il sistema dei controlli pubblici viene caricato di un compito impervio.

appariva l'unico elemento in grado di garantire l'ordinato svolgimento dell'attività dei mercati finanziari.

Per quanto attiene invece all'informazione periodica ed episodica, le scaturigini sono più risalenti nel tempo e sono da ricercarsi nella legge istitutiva⁶⁰ della Consob, segnatamente nell'art. 1/3, 1° co., lett. b) e c), e nell'art. 1/4, 1° co., n. 2), 3) e 4).

L'art. 1/3, 1° co., lett. b) riconosceva alla Consob il potere di disporre, sentiti gli amministratori, che – da parte di società o enti di cui alla lettera a)⁶¹ – fossero resi pubblici, nei modi e nei termini da essa stabiliti, dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico in aggiunta a quelli risultanti dal bilancio e dalle relazioni, con esclusione di quelli la cui divulgazione potesse arrecare pregiudizio alla società o all'ente⁶². La disposizione è stata trasfusa con formulazione assai simile

Non c'è apparato regolamentare, ispettivo, sanzionatorio che possa rimpiazzare il controllo sociale dei comportamenti: così come non c'è medicina che sia efficace in assenza di anticorpi».

⁶⁰ Si tratta della notissima legge 7 giugno 1974, n. 216 (di conversione – con non poche modifiche – del d.l. 8 aprile 1974, n. 75), recante «disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari», tuttora in vigore, sebbene l'abrogazione di numerosi articoli da un lato (tra i quali vi sono anche gli artt. 3 e 4 che esamineremo adesso, espunti a seguito della trasfusione della disciplina in commento all'interno del TUF e del relativo regolamento attuativo), e gli interventi modificativi stratificatisi in quasi quaranta anni dall'altro, l'abbiano incisa profondamente fino a cambiarne del tutto la fisionomia (si ponga mente anche soltanto a dati macroscopici quali il numero dei membri della Commissione e la durata in carica degli stessi, che oggi non si leggono più all'interno della l. 216, bensì – rispettivamente – nella l. n. 214/2011 e nella l. n. 31/2008). Mi sovviene a tale proposito quanto affermato qualche anno fa a lezione dal prof. Luiso, che, con riguardo alla legge fallimentare tuttora vigente, notava come essa sembrasse oggi uno di quei palazzi antichi presenti nei centri storici delle nostre città, dei quali è stata mantenuta intatta – con scrupolo quasi religioso – la facciata, ma è stato rifatto *ex novo* tutto ciò che si trovava al loro interno essendo col tempo radicalmente mutate le esigenze degli “abitanti” degli edifici medesimi.

⁶¹ Il riferimento è alle società con azioni quotate in borsa e agli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli sono quotati in borsa.

⁶² La disposizione originaria di cui alla lett. b) fu novellata dalla l. n. 281/1985 (che intervenne in varie materie tra le quali l'ordinamento della Consob). L'art. 5 di detta legge la riscrisse aggiungendo la possibilità che la Consob, in caso di inottemperanza – da parte dell'emittente – alla richiesta di pubblicare dati e notizie necessarie per l'informazione del pubblico, vi provvedesse direttamente a spese dell'emittente stesso, dopo avere sentito gli amministratori. Fu previsto inoltre che laddove gli

nel 3° comma dell'art. 114 della versione originaria del TUF (oggi 5° comma), ed è arrivata quasi immutata fino ai giorni nostri grazie al suo carattere di “norma di chiusura”, ossia in ragione della sua idoneità a imporre la comunicazione al pubblico di tutte quelle informazioni che la Consob ritenesse rilevanti per gli investitori e che non fossero già dovute in forza di altra norma.

La lettera c) del medesimo articolo disponeva invece che la Consob potesse richiedere alle società o agli enti di cui alla lett. a) «la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, ad integrazione di quelli previsti dall'articolo 4, fissando i relativi termini».

All'art. 1/4, 1° co., n. 2) veniva previsto l'obbligo a carico degli emittenti quotati di comunicare alla Consob «almeno quarantacinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea che deve discuterle, le proposte che importano modificazione dell'atto costitutivo, emissione di obbligazioni e fusione con altre società, insieme ad apposita relazione illustrativa degli amministratori»: la Consob era investita del compito di controllo in ordine alle proposte da formulare all'assemblea straordinaria; così come ad essa dovevano essere trasmessi – ai sensi del n. 3) del medesimo articolo – «il verbale dell'assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato», sempre in relazione alle materie di cui al n. 2. In forza del n. 4) dovevano infine⁶³ essere

amministratori eccepissero, con reclamo motivato, che dalla pubblicazione potesse derivare grave danno (parametro – a mio avviso – dall'estensione più ristretta rispetto al «pregiudizio» della versione pre-riforma) alla società, l'efficacia del provvedimento di richiesta fosse sospesa. Fu infine disciplinato il procedimento del reclamo, prevedendo che la Commissione, nel termine di dieci giorni, potesse escludere anche parzialmente la pubblicazione dei dati e delle notizie richieste «sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali».

⁶³ Volendo tracciare un quadro ulteriormente esaustivo (con il rischio di scivolare nella pedante erudizione), si deve aggiungere che la normativa sopra citata aveva subito varie integrazioni e precisazioni da parte della Consob tramite alcune raccomandazioni – relative, ad esempio, al contenuto delle relazioni illustrative degli amministratori, al contenuto necessario dei verbali assembleari (soluzioni che oggi troviamo accolte nell'art. 2375 c.c., come l'elenco nominativo dei soci che partecipano all'assemblea e che hanno ricevuto delega da altri soci; l'indicazione del numero

comunicate alla Consob «la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi».

Effettuata succintamente la ricognizione dei precedenti della disciplina delle comunicazioni al pubblico, risulta evidente come l'art. 114 TUF costituisca l'occasione di consolidamento e di riunione in un'unica *sedes materiae* di materiale normativo proveniente da due diverse fonti. A tale proposito la dottrina ha messo in luce come alla diversità di origine dei due filoni corrispondesse una diversità dei destinatari delle comunicazioni: quelle effettuate ai sensi della l. 157/1991 erano rivolte al "pubblico", mentre quelle diffuse in ossequio al disposto della l. 216/1974 si indirizzavano alla Consob, ed erano finalizzate allo svolgimento dei compiti istituzionali ad essa affidati⁶⁴; il che poteva autorizzare a supporre che le prime fossero ispirate da esigenze di tutela di interessi privati (l'integrità patrimoniale degli investitori), mentre sotto l'egida della Consob trovassero protezione interessi di natura pubblica (l'ordine dei mercati finanziari). Tale distinzione risultava sussistente solo *prima facie*, atteso che, ad una analisi poco più approfondita, pareva difficile negare che una disposizione quale quella contenuta al citato art. 1/3, 1° comma, lett. b) della l. 216 – che consentiva alla Consob di richiedere agli emittenti la pubblicazione di dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico – non desse origine ad un flusso di informazioni destinato al pubblico⁶⁵. Anche altre disposizioni,

delle azioni detenute o rappresentate; la sintesi dei vari interventi e nomi degli intervenuti; l'indicazione dei nominativi e dei voti espressi dai soci astenuti, favorevoli o contrari), ecc. – che sono state coordinate con il regolamento n. 5553 pochi mesi dopo la sua emanazione ed infine raccolte e consolidate nella Comunicazione n. 93002635 dell'8.04.1993.

⁶⁴ Vedi, ad esempio, F. GUARRACINO, *sub* art. 114, in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, vol. 2, p. 1055.

⁶⁵ In questo caso la Consob aveva non già il ruolo di co-protagonista nel processo informativo, bensì solo la funzione di pungolo verso l'emittente scarsamente solerte nell'adempimento delle comunicazioni obbligatorie, ovvero quella di provocare un flusso informativo, senza che agli occhi del

che formalmente imponevano la trasmissione di dati e documenti alla Commissione, ad accurata analisi ridondavano in comunicazioni al pubblico: si pensi all'obbligo di trasmettere alla Consob – ai sensi del n. 3) dell'art. 1/4, 1° co., l. 216 – i verbali dell'assemblea che avesse deliberato su determinate materie; a tal proposito la Commissione aveva emanato delle raccomandazioni⁶⁶ che prescrivevano un contenuto minimo dei verbali⁶⁷, con il risultato ultimo – ottenuto a ben vedere grazie all'utilizzo particolarmente opportuno dei poteri ad essa attribuiti – di imporre all'emittente la redazione di documenti che veicolassero almeno certe informazioni.

Si deve dunque concludere che alla base delle comunicazioni effettuate ai sensi della l. 216/1974 vi fossero anche istanze di tutela del pubblico dei risparmiatori. Nel complesso, sembra opportuno rivedere la distinzione tra tutela di interessi privati e tutela di interessi pubblici, fino quasi a farla sfumare, in considerazione del fatto che tali interessi sono di solito perfettamente allineati e compatibili, risultando l'uno complementare all'altro.

pubblico apparisse l'intervento di innesco avvenuto ad opera della Consob: così propone P. MARCHETTI, *La neutralità dell'intervento della Consob nell'informazione societaria*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 36 ss., il quale sottolinea come la divulgazione del fatto che all'origine dell'informazione vi sia una richiesta dell'autorità di vigilanza assumerebbe presso il pubblico una coloritura negativa e sanzionatoria, mentre la Consob svolge la propria funzione di controllore dei flussi informativi in posizione di neutralità. Spetterà infatti al mercato e ai suoi operatori penalizzare gli emittenti in ragione della quantità e qualità dell'informazione da essi prodotta.

⁶⁶ Mi riferisco alle raccomandazioni da ultimo confluite nella già citata Comunicazione n. 93002635 del 1993.

⁶⁷ Si ricordi che ai sensi dell'art. 2421, n. 3), c.c. gli amministratori devono trascrivere i verbali assembleari nel libro delle adunanze e delle deliberazioni, che è sempre consultabile da tutti i soci (al pari del libro dei soci).

Tale ultima affermazione risulta oggi confermata dalla giurisprudenza in materia di o.p.a. obbligatoria della Corte di Cassazione, che, con le sentenze⁶⁸ del 10 agosto 2012 n. 14392, n. 14399 e n. 14400, ha posto fine ai dubbi – sussistenti tanto in dottrina quanto nella giurisprudenza di merito – relativi al rapporto che intercorre tra *public* e *private enforcement*⁶⁹, optando per la complementarietà tra di essi. La suprema Corte ha chiuso la notissima vicenda⁷⁰ giudiziaria Fondiaria-Sai, sancendo a

⁶⁸ Le tre sentenze hanno deciso la medesima questione di diritto, ovvero la configurabilità del diritto al risarcimento del danno a favore del socio di minoranza di società quotata, al quale non sia stata lanciata l'o.p.a. obbligatoria ai sensi dell'art. 106 del TUF. L'unica distinzione tra le tre pronunce consiste nella diversità dei soggetti che hanno proposto il ricorso per Cassazione.

Le tre sentenze sono state attentamente commentate dalla dottrina – che non ha mancato di sottolineare la chiarezza e il rigore logico delle motivazioni redatte dal relatore Rordorf –: si vedano ad es. S. CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e risarcimento del danno: il caso Sai-Fondiaria approda in Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2013, n. 5, p. 793 ss.; A. DENTAMARO, *L'inadempimento dell'obbligo di offerta pubblica totalitaria successiva*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, n. 1, p. 105 ss.; E. DESANA, *La pronuncia della Cassazione sulla violazione dell'obbligo di Opa: l'epilogo dell'affaire Sai-Fondiaria?*, in *Giur. it.*, 2013, n. 1, p. 60 ss.; P. GIUDICI, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Le società*, 2013, n. 2, p. 175 ss.; F. ROLFI, *"Quer pasticciaccio brutto" dell'OPA obbligatoria*, in *Corr. giur.*, 2013, n. 7, p. 952 ss.

⁶⁹ Il rilevante ruolo del *private enforcement* nella regolazione dei mercati finanziari è stato da tempo riconosciuto nell'ordinamento statunitense, nel quale esso affianca e completa l'opera dei pubblici poteri e delle autorità indipendenti, possedendo una *vis* deterrente pari, se non superiore, all'azione pubblica. Nel sistema nordamericano, infatti, accanto all'incisiva azione deterrente e repressiva esercitata dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), trova collocazione – con non minore dignità – l'azione dei privati, che vede la propria principale espressione nella *securities class action*. Molteplici sono le ragioni che sono state individuate a sostegno della necessità di un *enforcement* privato nei mercati finanziari. In particolare si è posto l'accento sui vari pericoli che derivano dal monopolio pubblico della tutela del mercato e degli interessi collettivi ad esso connessi: si è infatti notato (i) che i privati dispongono di informazioni sparse a vari livelli del mercato con maggiore precisione, facilità e rapidità rispetto ai pubblici poteri; (ii) che l'autorità pubblica non ha risorse – umane e finanziarie – sufficienti alla repressione di tutti gli illeciti che vengono commessi nei mercati finanziari; (iii) che l'azione pubblica può subire molteplici deviazioni dall'obiettivo del bene pubblico, basti pensare al rischio della corruzione e all'attenuarsi del rigore operativo allorquando il potere politico eserciti pressioni sulle pubbliche autorità deputate all'accertamento e alla repressione degli illeciti; e infine (iv) che l'azione – al pari dell'inerzia – dei pubblici poteri è spesso prevedibile, garantendo quindi dei sicuri margini di impunità a certe condotte nocive per la vita del mercato finanziario. Si rinvia per ulteriori considerazioni ed approfondimenti in ordine alle criticità relative al *private enforcement* al contributo di P. GIUDICI, *Il private enforcement nel diritto dei mercati finanziari*, reperibile anche on-line su <http://www.lex.unict.it/atti/0506-10-07/giudici>, p. 3 ss.

⁷⁰ La vicenda, che ha suscitato notevole interesse anche da parte della stampa internazionale, può essere brevemente riassunta nei seguenti termini: negli anni 2001-2002 Mediobanca e Sai si accordarono per acquisire – con l'aiuto di cinque società da queste controllate, dette "cavalieri bianchi" – un rilevante pacchetto azionario di Fondiaria, società quotata in borsa, acquisto che avrebbe

favore degli azionisti di minoranza – ai quali avrebbe dovuto essere rivolta da parte dei *raiders* l'o.p.a. obbligatoria ai sensi del disposto dell'art. 106 TUF⁷¹ – il diritto di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale da essi subito, diritto che convive⁷²

dovuto comportare il promuovimento dell'o.p.a. totalitaria successiva. L'o.p.a. non fu invece lanciata, e una volta ottenuto il controllo di Fondiaria, Sai deliberò la fusione con quest'ultima. Alcuni azionisti di minoranza di Fondiaria chiesero la condanna di Sai e Mediobanca al risarcimento del danno da essi subito a seguito del mancato lancio dell'o.p.a., danno che era da quantificarsi nella differenza tra il valore di mercato delle azioni al momento in cui avrebbe dovuto essere lanciata l'o.p.a. e il prezzo al quale essi avrebbero potuto alienare le proprie azioni se vi fosse stata l'offerta pubblica di acquisto. Il tribunale di Milano accolse la domanda degli attori e condannò Mediobanca e Fonsai a risarcire i danni causati. La Corte d'appello ambrosiana riformò radicalmente la decisione di primo grado, ritenendo che le sanzioni previste dall'art. 110 TUF (sterilizzazione del voto e obbligo di rivendita entro l'anno delle azioni acquisite in violazione dell'obbligo di o.p.a.) non lasciassero alcuno spazio al risarcimento del danno in favore dell'azionista. La Cassazione ha infine respinto la tesi tratteggiata dalla Corte d'appello di Milano, stabilendo l'obbligo di risarcimento del danno.

⁷¹ Tale articolo prevede che, nel caso in cui taluno a seguito di acquisti a titolo oneroso venga a detenere una partecipazione superiore al 30% delle azioni di una società quotata, costui debba promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle restanti azioni della medesima società. Tale disposto deve essere integrato con quello del successivo art. 109, ai sensi del quale, nell'ipotesi in cui l'acquisto di azioni oltre detta soglia sia stato effettuato di concerto da più soggetti, l'obbligo di promuovere l'o.p.a. grava solidalmente su tutti costoro.

Sebbene non vi sia assoluta unanimità in dottrina, la *ratio* di tale norma risiede nel consentire ai soci di minoranza di beneficiare del plusvalore ottenuto dal venditore del pacchetto azionario di maggioranza (il c.d. premio di maggioranza, consistente nella differenza tra il valore di mercato dei titoli e quanto pagato per il detto pacchetto di maggioranza). Anche i soci di minoranza, infatti, con il loro investimento hanno comunque contribuito alla vita della società.

⁷² L'affermazione non è così ovvia: ad attenta analisi sembra opportuno chiedersi se – e tale tema è immancabile in occasione di ogni grande caso giudiziario – le conclusioni raggiunte dalla Cassazione abbiano valenza universale o siano in buona parte legate ad alcuni caratteri peculiari della vicenda sottoposta al vaglio di legittimità. Giova, infatti, ricordare come nel caso Fon-Sai il ritardo dell'intervento della Consob ha reso concretamente inefficaci le sanzioni previste dall'articolo 110 TUF arrecando così pregiudizio ai soci di minoranza cui non era stata lanciata l'o.p.a. obbligatoria, pregiudizio che sarebbe stato verosimilmente annullato – o fortemente ridotto nella sua entità – qualora l'autorità di vigilanza avesse tempestivamente provveduto ad irrogare la sterilizzazione del voto e l'obbligo di alienazione delle azioni eccedenti la percentuale consentita. Si dovrebbe in altri termini distinguere l'ipotesi dell'elusione della disciplina sull'o.p.a. obbligatoria (in cui si verifica il mancato intervento sanzionatorio della Consob o la tardività del medesimo, stante la difficoltà di smascherare, ad esempio, operazioni effettuate di concerto), al ricorrere della quale sarebbe sempre applicabile il rimedio risarcitorio delineato dalle tre sentenze della Suprema Corte, dall'ipotesi della palese e diretta violazione della medesima disciplina o.p.a., in presenza della quale la Consob è in grado di intervenire tempestivamente per impedire che di fatto avvenga il passaggio del controllo societario, con il risultato dell'elisione delle conseguenze dannose a carico dei soci di minoranza, i quali non possono – conseguentemente – avanzare alcuna pretesa risarcitoria.

Il silenzio della Cassazione in ordine a tale questione ha rimesso l'analisi e la soluzione della medesima all'opera della dottrina: per considerazioni sul tema si rinvia a F. ROLFI, "*Quer pasticciaccio brutto*" dell'OPA obbligatoria, in *Corr. giur.*, 2013, n. 7, p. 954 ss. e a P. GIUDICI, *Il*

con il *public enforcement* costituito dalle sanzioni⁷³ previste dall'art. 110 del TUF (consistenti nella sterilizzazione del diritto di voto inerente l'intera partecipazione detenuta da colui che avrebbe dovuto lanciare l'o.p.a. obbligatoria e nell'obbligo di alienazione, entro dodici mesi, dei titoli azionari eccedenti la percentuale del 30%⁷⁴). La Corte ha infatti affermato⁷⁵ che «è sempre più evidente come, in settori come questo, vi sia una costante interazione tra interessi individuali e l'interesse generale del mercato», per poi concludere che «è da considerare ormai normale che la normativa del mercato ospiti forme di *private enforcement*, cioè che il perseguimento di interessi pubblici possa realizzarsi anche mediante l'effetto deterrente di strumenti di tutela azionati dai privati nel loro personale interesse». Il *private enforcement* si affianca dunque al *public enforcement*, quanto meno nelle ipotesi in cui quest'ultimo si rivela inefficace, superando così l'idea che un settore normativo (quale quello del diritto dei mercati finanziari) ampiamente presidiato da un robusto apparato di sanzioni “pubbliche” non consentisse – e non necessitasse – la presenza di sanzioni di altra natura, quali i rimedi risarcitori, essendo esso di per sé completo ed esclusivo.

private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto, in *Le società*, 2013, n. 2, p. 182.

⁷³ A tali sanzioni previste dall'art. 110 TUF – che potremmo definire civili – si debbono aggiungere quelle penali e amministrative, stabilite, rispettivamente, dagli artt. 173 e 192 del TUF.

⁷⁴ Queste erano le due sanzioni previste dall'art. 110 TUF all'epoca dei fatti oggetto della decisione. Il d. lgs. n. 229/2007 ha novellato tale articolo, introducendo al comma 1-*bis* la possibilità che la Consob, in alternativa all'alienazione delle azioni prevista al 1° comma, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento dell'obbligo di o.p.a., agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, imponga la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito. Non sembra dubbio che il legislatore abbia in tal modo inteso rafforzare gli strumenti del *public enforcement*, attribuendo all'autorità pubblica un ulteriore mezzo di intervento: così si esprime P. GIUDICI, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Le società*, 2013, n. 2, p. 183.

⁷⁵ Nella sentenza 14392, nel capo 3.2.2 dei motivi della decisione.

Non sembra dunque azzardato affermare che, a seguito delle citate pronunce della Suprema Corte in tema di o.p.a. obbligatoria, sia venuta meno la barriera tra l'*enforcement* pubblico e quello privato e vi sia stato un pieno recupero del secondo, con pari dignità rispetto al primo⁷⁶.

Concludendo il presente *excursus* storico, giova infine notare come – anteriormente al TUF – il nucleo normativo fondamentale in materia di informazione continua avesse rango regolamentare⁷⁷, a differenza dell'informazione periodica e di quella episodica, disciplinate a livello legislativo⁷⁸. A seguito dell'emanazione del TUF la situazione si è invertita, atteso che l'informazione inerente ai fatti *price sensitive* ha trovato la parte più rilevante⁷⁹ della propria disciplina all'interno del Testo unico, mentre l'informazione di cui all'attuale 5° comma dell'art. 114 vede la propria racchiusa pressoché integralmente nel reg. Emittenti. Tale cambiamento deve essere interpretato, con minimi margini di dubbio, come un mutamento di prospettiva da parte del legislatore, che ha preso atto dell'importanza progressivamente acquisita dall'informazione continua nella realtà dei mercati finanziari, e se ne è – conseguentemente – riservato la redazione della disciplina direttamente, demandando alla Consob soltanto la fissazione delle modalità e dei termini di comunicazione di tali informazioni.

⁷⁶ In tal senso si esprime F. ROLFI, "*Quer pasticciaccio brutto*" dell'OPA obbligatoria, in *Corr. giur.*, 2013, n. 7, p. 952 ss.

⁷⁷ Cfr. il già citato reg. 5553 del 1991.

⁷⁸ Nella l. n. 216/1974.

⁷⁹ Mi riferisco, come è ovvio, alla definizione della nozione di informazione privilegiata contenuta agli artt. 181 ss. TUF.

2. I SOGGETTI DESTINATARI DEGLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE

Gli obblighi informativi verso il pubblico di cui all'art. 114 TUF si rivolgono innanzitutto agli emittenti quotati⁸⁰, i quali, secondo la definizione dell'art. 1, 1° co., lett. w) del TUF, sono i «soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani⁸¹». Emerge chiaramente che l'intitolazione del Capo I del Titolo III del TUF (dedicato agli Emittenti) è riduttiva rispetto alla effettiva portata soggettiva delle norme contenute nel capo stesso: la rubrica «informazione societaria», nel suo tenore letterale, indicherebbe soltanto soggetti costituiti in forma di società, mentre il riferimento agli «emittenti quotati» contenuto nell'art. 114, 1° co. TUF rimanda ad una platea di destinatari che va oltre le società⁸² – che pur rappresentano il referente principale della norma –, quali ad esempio gli enti territoriali⁸³. Si evince dunque che a rendere operativi gli obblighi comunicativi è il dato oggettivo della quotazione dello strumento sul mercato italiano, risultando irrilevanti la nazionalità del soggetto emittente e la forma giuridica da esso assunta. Si può pertanto affermare che il bene giuridico tutelato dal nucleo di disciplina delle

⁸⁰ Il d. lgs. n. 184 dell'11.10.2012, modificando il 1° comma della disposizione in commento, ha eliminato dalla platea dei destinatari degli obblighi di comunicazione al pubblico i soggetti (ovviamente non quotati) che controllano gli emittenti quotati. Sulla portata di tale espunzione si veda il paragrafo successivo.

⁸¹ In Italia i mercati regolamentati sono quelli indicati all'art. 63 TUF. In particolare il comma 2° della norma statuisce che la Consob iscriva i mercati regolamentati in un elenco, che è altra cosa rispetto all'albo delle società di gestione disciplinato all'art. 73 e tenuto sempre a cura della Consob.

⁸² Non ci sono dubbi in merito, stante la definizione, appena indicata, dell'art. 1, 1° co., lett. w) TUF.

⁸³ Gli enti locali sono stati autorizzati dalla l. 724/1994, art. 35, ad emettere titoli obbligazionari convertibili (o *cum warrant*) in azioni di società possedute dagli enti stessi.

comunicazioni al pubblico è l'ordine e l'efficienza del mercato finanziario⁸⁴; e la norma è dunque da annoverarsi – per comodità concettuale – tra quelle “di mercato” e non di diritto societario.

L'ultimo comma dell'art. 114 dispone che gli obblighi informativi verso il pubblico si applichino anche agli emittenti (italiani ed esteri) strumenti finanziari che abbiano presentato richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani. La *ratio* sottesa a tale previsione è la tutela dell'ordine e della trasparenza dei mercati finanziari in una fase particolare della vita dell'emittente, prodromica alla quotazione, nella quale si impongono esigenze di comunicazione al pubblico di informazioni *price sensitive* analoghe⁸⁵ a quelle che ricorrono quando gli strumenti sono già quotati. Si assiste quindi ad una anticipazione della tutela offerta al pubblico degli investitori, che si basa su una *fictio iuris* – ritenere avvenuta la quotazione – che potrebbe ingenerare qualche problema in sede di valutazione del carattere *price sensitive* dell'informazione: in una fase in cui lo strumento finanziario non è ancora stato ammesso alle negoziazioni e nell'ipotesi in cui l'emittente non abbia già altri strumenti quotati, stabilire se l'informazione *de qua* possa incidere sul

⁸⁴ Non manca chi mette in luce anche gli effetti positivi che tale normativa ha in capo agli emittenti stessi, oltre che nei confronti del mercato: cfr. C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, cit., p. 255, ove l'Autore sottolinea come chi intenda rivolgersi al mercato per collocare i propri prodotti ha tutto l'interesse a fornire copiose e dettagliate informazioni su di essi, in quanto l'insufficiente *stock* di informazioni costituisce per il potenziale investitore sicuramente un rischio, che si tradurrà in un minore apprezzamento dei titoli offerti.

⁸⁵ Gli obblighi informativi hanno un perimetro più ristretto rispetto a quelli previsti in capo all'emittente quotato: l'art. 65-*duodecies*, 2° co., reg. Emittenti dispone infatti che «ai fini dell'applicazione degli articoli 66, 66-*bis*, 67, 68, 69, 69-*bis*, 69-*ter*, 69-*quater*, 69-*quinqies*, 69-*sexies*, 69-*septies*, 69-*octies*, 69-*novies* e 69-*decies* nonché delle disposizioni che a tali articoli fanno rinvio, per emittenti strumenti finanziari si intendono anche i soggetti che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani». Dunque l'equiparazione tra emittenti quotati e quotandi non è perfetta, in quanto non sono richiamati, per es., gli articoli 70 ss. del regolamento relativi all'informazione su operazioni straordinarie.

prezzo dello strumento finanziario può dare luogo a incertezze. Il legislatore non offre alcun aiuto in merito: di conseguenza, non resta che applicare gli stessi criteri approntati per gli strumenti quotati – pur in assenza di cifre di mercato che possano assurgere a parametro di riferimento in ordine al prezzo – e segnatamente il criterio dell’investitore ragionevole (che sarà oggetto di analisi in seguito).

Un ulteriore profilo rilevante in tema di emittenti quotandi concerne la relazione intercorrente tra l’applicazione della disciplina in materia di informazione e il possibile epilogo negativo del procedimento di ammissione a quotazione: un eventuale rigetto della domanda di ammissione comporta il venir meno degli obblighi di comunicazione al pubblico a partire dall’atto finale del procedimento, lasciando fermi tutti quelli antecedenti. Non sembra peraltro azzardato giungere ad estendere l’applicabilità della disciplina fino alla conclusione del contenzioso – *rectius* al passaggio in giudicato del provvedimento conclusivo del contenzioso – che si venga eventualmente ad instaurare tra l’emittente che ha presentato domanda di ammissione alla quotazione e la società di gestione del mercato che ha rigettato la domanda medesima. Due ragioni militano a favore di siffatta soluzione: innanzitutto nelle more del contenzioso insorto a seguito della decisione di rigetto non può dirsi ancora concluso il procedimento di ammissione a quotazione; e, d’altra parte parrebbe inopportuno e irragionevole, in una situazione così delicata, lasciare il mercato privo della trasparenza assicurata dalla comunicazione di informazioni sull’emittente e quindi sul suo “stato di salute”⁸⁶.

È altresì significativo che, per espressa previsione regolamentare, la disciplina sull’informazione venga ad applicarsi anche agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in

⁸⁶ In tal senso si esprime ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1504.

Italia. L'art. 102 del reg. Emittenti dispone infatti che alle società di gestione del risparmio e ai soggetti che le controllano, con riferimento a ciascun fondo chiuso ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano, si applichino le disposizioni del Capo I e del Capo II, sezione I, del Titolo rubricato «Informazione societaria», ad eccezione dell'art. 68, nonché le disposizioni del Titolo VII: la norma estende dunque la disciplina degli artt. 65-67 in tema di informazione continua – oltre che quella in materia di soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate, racchiusa negli artt. da 152-*bis* a 152-*octies* – ai fondi comuni di investimento chiusi, così come il successivo art. 103 estende alle medesime SGR la disciplina relativa all'informazione periodica, disponendo che esse mettano a disposizione del pubblico, entro il giorno successivo all'approvazione, il rendiconto annuale e la relazione semestrale di ciascun fondo chiuso gestito, le cui quote siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato. Tale disciplina ha destato qualche dubbio tra gli interpreti⁸⁷, soprattutto per quanto concerne l'inserimento dei fondi chiusi quotati nel novero degli emittenti quotati. In particolare non sembra ovvio che, in forza della già citata definizione di emittente quotato fornita dal legislatore all'art. 1, 1° co., lett. w) TUF, il riferimento alla soggettività dell'emittente e all'attività di emissione degli strumenti quotati da parte del medesimo soggetto sia compatibile con la nozione di fondo chiuso quotato, stante la definizione di quest'ultimo offerta dall'art. 1, 1° co., lett. j) TUF, ai sensi del quale esso si configura come «il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in

⁸⁷ Per ulteriori dettagli vedi SFAMENI, sub art. 114, p. 511 ss.

autonomia dai medesimi». Dalla definizione offerta dal TUF si ricava che il fondo mobiliare chiuso è un patrimonio autonomo, vale a dire un patrimonio “senza soggetto”⁸⁸. Tale patrimonio è inoltre gestito in monte da una società di gestione del risparmio, alla quale è altrettanto difficile attribuire la qualifica di emittente quotato: sebbene non vi sia dubbio che i certificati che rappresentano la partecipazione al fondo siano in concreto emessi dalla SGR, resta difficile da elidere il dato della “pertinenza” del patrimonio – rappresentato dai certificati – ai partecipanti del fondo, così come, conseguentemente, non è agevole accantonare il fatto che la SGR si occupi della gestione di un patrimonio non proprio. Pur in presenza di queste obiezioni di ordine “tassonomico”, non vi è dubbio⁸⁹ che la Consob, nel redigere gli articoli 102 e 103 del regolamento Emittenti, abbia ragionato secondo una scala assiologica diversa dalla nostra, ed abbia preferito ricondurre tali situazioni nell’alveo della disciplina dell’art. 114 TUF, ritenendo prevalente la tutela – costituita dagli obblighi informativi al pubblico – che deve essere offerta al mercato in presenza di strumenti finanziari oggettivamente quotati in un mercato regolamentato.

⁸⁸ Così, per primo in dottrina, R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, p. 242 ss. Nel contributo l’autore interrogandosi sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento propone tale soluzione, in alternativa a quella della soggettività giuridica, che vedeva il fondo, per così dire, come titolare di se stesso. La tesi del patrimonio “senza soggetto” risulta ad oggi la meno problematica, sebbene la Cassazione si sia recentemente pronunciata in senso contrario (cfr. Cass. sent. n. 16605 del 15.07.2010 - relatore Rordorf), suscitando varie critiche da parte della dottrina (vedi fra i molti F. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n.16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 751 ss.). La sentenza della suprema Corte è pubblicata in varie riviste, vedi ad es. *Giur. comm.*, 2011, p. 1133 ss., con nota di SCANO, intitolata *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell’attività di investimento*.

⁸⁹ Si può ritenere con certezza che la Consob abbia inteso imputare gli obblighi informativi – disciplinati dall’art. 114 TUF – in capo alle società di gestione del risparmio: la lettera dell’art 102 reg. Emittenti indica chiaramente «le società di gestione del risparmio ... e i soggetti che le controllano».

La simmetria tra negoziazione degli strumenti finanziari in mercati regolamentati e informazione al pubblico è infranta dall'art. 116 TUF, ai sensi del quale rientrano tra i destinatari degli obblighi informativi anche gli «emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante»⁹⁰ e gli «emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione che presentano le caratteristiche stabilite dalla Consob con regolamento e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente»⁹¹. La norma, che ha fatto ingresso nel nostro ordinamento con la stesura originaria del TUF, ha avuto una portata innovativa notevole, rappresentata dal superamento, ai fini degli obblighi informativi, della distinzione tra emittenti quotati e non quotati, con conseguente introduzione del diverso criterio dell'appello al pubblico risparmio, vale a dire della distinzione che corre tra società "aperte" e società "chiuse"⁹². Del resto le istanze di tutela degli investitori sottostanti alla disciplina degli obblighi informativi si ritrovano in eguale misura tanto in relazione a strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati quanto con riguardo a strumenti comunque diffusi in modo rilevante presso il pubblico, rilevando unicamente la potenzialità di diffusione e di circolazione dello strumento tra gli investitori⁹³.

Un'altra finalità della norma in analisi potrebbe essere quella di incentivare la quotazione degli emittenti, introducendo una serie di obblighi informativi analoghi –

⁹⁰ 1° comma dell'articolo.

⁹¹ Comma 2-*bis* del medesimo articolo.

⁹² Considerazioni di tale tenore furono esternate dall'allora presidente della Consob T. PADOA SCHIOPPA nell'articolo *Il mercato e la legge*, in *La Repubblica*, 1.03.1998.

⁹³ In questa direzione ZANARDO, sub art. 116, p. 1199.

quanto ad onerosità e pervasività – a quelli imposti agli emittenti quotati: obblighi che spingerebbero il soggetto in questione a ritenere appetibile la quotazione.

La riscontrata *ratio* di incentivo alla quotazione ha anche il beneficio conseguente di ridurre il cosiddetto “scalino”⁹⁴ normativo tra società quotate e non quotate, percorrendo non già una logica, per così dire, al ribasso (vale a dire riducendo il numero e l’onerosità degli adempimenti pubblicitari richiesti all’emittente quotato), bensì una logica al rialzo, ossia imponendo gli oneri che gravano sui soggetti quotati anche a quei soggetti che, pur non essendo attualmente tali, possiedono i requisiti per accedere alla quotazione.

Per quanto attiene al comma 2-*bis* dell’art. 116 TUF, esso fa riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione⁹⁵, che sono definiti nel TUF all’art. 1, co. 5-*octies*⁹⁶, nei seguenti termini: «Per “gestione di sistemi multilaterali di negoziazione” si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l’incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti». La formulazione poco

⁹⁴ Vedi in merito G. PRESTI, *Riforma della spa e scalini normativi*, in *Società*, 2003, p. 328, in cui l’autore, in riferimento alle differenze di disciplina tra le s.p.a. quotate e quelle diffuse, si mostra assai scettico sull’idoneità delle novità - introdotte dalla riforma del 2003 - a smussare tale “scalino normativo” e segnala la permanenza di «un *gap* di disciplina [...] tale da disincentivare la quotazione anche per quelle società che, in ragione dell’effettivo ricorso al mercato del capitale di rischio, sono sottoposte a un grado di imperatività maggiore rispetto alle s.p.a. di base».

⁹⁵ Questa nuova *trading venue*, introdotta dalla MIFID insieme agli internalizzatori sistematici, è destinata a ricoprire un ruolo di crescente importanza nel panorama dei sistemi di negoziazione diversi dai tradizionali mercati regolamentati: in questi termini si esprime COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 256.

⁹⁶ Disposizione inserita nel TUF dal d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 (art. 1, 1° co.) che ha dato attuazione alla MIFID. Per quanto riguarda il comma 5-*octies* dell’art. 1 del TUF il recepimento nel nostro ordinamento è stato assai fedele, quasi pedissequo, rispetto alla MIFID, che all’art. 4, par.1, punto 15 così dispone: «“sistema multilaterale di negoziazione”: sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II».

cristallina di tale definizione – dovuta ad una trasposizione pedissequa della omologa disposizione della MIFID – lascia intendere che un sistema multilaterale di negoziazione consiste nella predisposizione di un servizio, da parte del gestore intermediario, che consenta l’incontro di proposte di vendita e di acquisto, senza che il gestore diventi parte dei relativi contratti. La disciplina di questo nuovo servizio di investimento è stata in gran parte rimessa al potere normativo della Consob, il cui obiettivo principale è stato quello di regolare – dopo gli aspetti relativi all’organizzazione del servizio – la trasparenza delle negoziazioni effettuate nell’ambito del sistema, tanto in relazione agli aspetti informativi pre-negoziazione quanto con riguardo a quelli post-negoziazione (rispettivamente artt. 25 e 29 del reg. Mercati). Risulta infatti agevole comprendere come anche in queste piattaforme di negoziazione si assista alla formazione di un prezzo ufficiale – potremmo dire “di listino” – degli strumenti finanziari negoziati, e, conseguentemente, all’emersione di istanze di tutela sia del pubblico degli investitori sia dell’ordine dei mercati finanziari: istanze che giustificano pienamente lo stesso trattamento normativo dei mercati regolamentati.

Passando poi alla questione dell’individuazione degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, l’art. 116, 1° co. TUF rimette alla Consob il compito di stabilire con regolamento i criteri in forza dei quali devono essere definiti tali emittenti. La norma regolamentare di riferimento è l’art. 2-*bis* reg. Emittenti, che traccia una *summa divisio* tra emittenti azioni ed obbligazioni⁹⁷; e in relazione agli

⁹⁷ Di queste si occupa più succintamente il 4° comma, che dispone così: «Sono emittenti obbligazioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento».

emittenti azioni diffuse detta due tipi di criteri: uno di ordine quantitativo⁹⁸ e uno che guarda ai profili qualitativi. Nel primo tipo rientrano il numero degli azionisti diversi dai soci di controllo, la percentuale di capitale sociale da essi detenuto e l'entità dimensionale dell'attività svolta: il 1° comma dell'articolo del reg. Emittenti in esame stabilisce infatti che detti emittenti debbano avere «azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento⁹⁹ che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%» e che «non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile¹⁰⁰». Tali limiti quantitativi si reputano superati soltanto al ricorrere alternativamente di uno dei seguenti criteri qualitativi indicati dal 2° comma dell'art. 2-*bis*, e cioè che: (i) le azioni abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;

⁹⁸ Nella versione originaria del reg. Emittenti i criteri quantitativi erano stati dettati diversamente: erano ritenuti emittenti diffusi quelli che avevano un patrimonio netto non inferiore a dieci miliardi di lire (poi divenuti cinque milioni di euro) e un numero di azionisti superiore a duecento. Tali criteri erano stati fortemente criticati dalla dottrina (vedi SFAMENI, sub art. 116, p. 693 ss.) in quanto non tenevano adeguatamente conto di alcune situazioni; in particolar modo il parametro del patrimonio netto trascurava il dato fisiologico che nella vita di una società esso è soggetto a oscillazioni, specie in caso di crisi dell'impresa, frangente in cui esso poteva scendere sotto soglia, con la conseguenza di sottrarre l'emittente dal novero degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico e di privare gli investitori di una delle tutele offerte dall'ordinamento.

⁹⁹ Il numero originario di duecento è stato innalzato a cinquecento con la delibera Consob 18214 del maggio 2012, con l'intento di dare maggiore rilievo al dato numerico indice di effettiva diffusione degli strumenti finanziari presso un ampio pubblico. Tale innalzamento di soglia ha comportato – come era ovvio attendersi – una riduzione del numero di emittenti strumenti diffusi tra il pubblico in possesso dei requisiti per essere inseriti nell'elenco tenuto a cura della Consob: la situazione aggiornata al 28.02.2013 (la più recente disponibile *on-line* sul sito della Commissione) con delibera n. 18493 del 13.03.2013 rileva 73 emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, mentre prima dell'innalzamento della soglia da 200 a 500 azionisti il numero era di 88 (cfr. l'elenco con la situazione aggiornata al 15.02.2012 con delibera n. 18134 del 29.02.2012).

¹⁰⁰ Ai sensi di tale articolo le società possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando soddisfano i seguenti parametri: non sono emittenti titoli negoziati in mercati regolamentati; nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non hanno superato due dei tre limiti, che consistono nell'ammontare dell'attivo patrimoniale (4.400.000 euro), nell'ammontare dei ricavi delle vendite e delle prestazioni (8.800.000 euro) e nel numero dei dipendenti occupati in media durante l'esercizio (50 unità).

(ii) abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b); (iii) siano o siano state negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca; (iv) siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze. I criteri qualitativi appena enunciati servono ad appurare nel modo più oggettivo possibile che l'emittente faccia effettivamente ricorso al mercato del capitale di rischio, o meglio, stando alla Comunicazione Consob DME/8022669 del 13.03.2008, lo faccia intenzionalmente¹⁰¹.

Ai fini di una preliminare ed organica ricognizione del quadro normativo, restano adesso da esaminare le esenzioni dagli obblighi informativi, disciplinate all'art. 118 TUF. Il 2° comma di tale disposizione stabilisce che «i commi 1 e 2 dell'art. 116 non si applicano agli strumenti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni»: in altri termini, ai fini dell'informazione societaria, gli emittenti strumenti finanziari diffusi consistenti, per esempio, in obbligazioni non convertibili e in certificati di deposito (entrambi tipicamente emessi dalle banche), sono esentati dagli obblighi che scaturiscono dagli articoli 114 e 115 del TUF. Si verifica dunque una restrizione del perimetro applicativo di tali norme, con un conseguente

¹⁰¹ Non è questa la sede idonea per esaminare il dibattito circa l'intenzionalità del ricorso al mercato del capitale di rischio. Per un'opinione contraria a quella della Consob dettagliatamente motivata rimando al contributo di G. D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 869 ss.

depotenziamento della tutela apprestata alla platea degli investitori¹⁰², senza che emerga una giusta e sufficiente motivazione in tal senso¹⁰³. Infatti strumenti come le obbligazioni bancarie, per la loro enorme diffusione presso il pubblico dei risparmiatori, rivestono sicuramente una certa rilevanza nella nostra economia, e pongono senza dubbio delle esigenze di tutela degli investitori¹⁰⁴: non del tutto soddisfacente appare la soluzione di chi individua la *ratio* di tale esenzione «nell'idoneità e sufficienza degli adempimenti informativi previsti in occasione della loro emissione»¹⁰⁵, soprattutto in considerazione della sempre maggiore complessità della struttura che vanno assumendo detti strumenti¹⁰⁶.

¹⁰² La legge di delega n. 52/1996, che ha dato avvio ai lavori di redazione del TUF, prevedeva che la regolamentazione in materia di intermediari e mercati seguisse criteri che andassero nella direzione di rafforzare la tutela del risparmio: l'esenzione in esame sembra invece assumere la direzione contraria (in tal senso si esprime Trovatore, citato da LA MANNO, sub art. 116, p. 1572).

¹⁰³ In tal senso ZANARDO, sub art. 116, p. 1201.

¹⁰⁴ La stessa Consob, prima ancora dell'emanazione del TUF, si era accorta della criticità di tale questione. Nella Comunicazione n. DM/RM/97001035 del 05.02.1997 aveva infatti denunciato «un'area di possibile pregiudizio per gli investitori nella circostanza che titoli emessi dalle banche siano ampiamente diffusi tra il pubblico senza essere contestualmente oggetto di negoziazioni su un mercato regolamentato» e aveva auspicato misure volte ad «aumentare la trasparenza delle condizioni di negoziazione per i titoli per i quali non si richiede l'ammissione a quotazione».

¹⁰⁵ Così SILVETTI e NUNZIANTE, sub art. 118, p. 1596.

¹⁰⁶ Mette conto, a tale proposito, notare che il legislatore ha preso atto della complessità e dell'elevato coefficiente di rischio connaturati sempre più a tali strumenti finanziari introducendo nel TUF l'art. 25-bis, ai sensi del quale gli articoli 21 e 23 del medesimo Testo Unico (relativi, rispettivamente, ai criteri generali di condotta nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e ai contratti conclusi con gli investitori) si applicano anche alla sottoscrizione e al collocamento dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione. La previsione è di non poco momento, in quanto fino alla l. n. 262 del 2005 (cd. legge per la tutela del risparmio, che ha inserito nel TUF l'art. 25-bis) tali prodotti erano esentati dall'applicazione della disciplina *de qua*, verosimilmente in considerazione delle caratteristiche degli emittenti, che erano necessariamente soggetti vigilati, i cui prodotti presentavano profili di rischiosità meno marcati rispetto a quelli di altri emittenti. Tale esenzione – per quanto attiene ai prodotti bancari – discendeva dal tenore letterale dell'art. 11 del TUB (prevalente *ratione materiae* rispetto alla disciplina del TUF), che includeva le obbligazioni bancarie tra gli strumenti di raccolta del risparmio bancario, i quali erano sottratti alla disciplina del TUF relativa al servizio di collocamento. Risulta pertanto evidente che in assenza di tale norma del TUB le obbligazioni bancarie sarebbero state riconducibili alla nozione di valore mobiliare, che – ai sensi dell'art. 1, 2° co., TUF – costituisce una *species* del *genus* degli strumenti finanziari. Tale opzione di politica finanziaria, che aveva suscitato critiche, era stata confermata anche dalla Consob,

Di più agevole comprensione risulta il 1° comma dell'art. 118, il quale prevede che «le disposizioni della presente sezione¹⁰⁷ non si applicano agli strumenti

che aveva affermato (nella Comunicazione n. 9601136 dell'11.12.1996) che «in quanto strumento di raccolta, il classamento in sede di emissione presso le proprie sedi e dipendenze di proprie obbligazioni non rientra nell'ambito della prestazione del servizio di collocamento», concludendo che «tale attività non risulta assoggettata alle disposizioni legislative e regolamentari concernenti la prestazione di detto servizio». L'evoluzione cui sono andati incontro i mercati finanziari ha dimostrato che gli strumenti di raccolta del risparmio emessi dalle banche rivelavano un livello di complessità – e, conseguentemente, di rischio – così significativo da rendere auspicabile un intervento normativo volto a tutelare il pubblico dei risparmiatori-investitori.

Procedendo ad analizzare, sebbene per sommi capi, il contenuto degli obblighi di comportamento in sede di sottoscrizione e collocamento di prodotti finanziari emessi da banche (e da imprese di assicurazione, quantunque non centrali nell'ottica del discorso che stiamo conducendo) posti a carico di queste ultime, l'art. 21 TUF prescrive i criteri della diligenza, della correttezza e della trasparenza; impone di servirsi di comunicazioni pubblicitarie chiare e non fuorvianti e di informare debitamente il cliente di ogni conflitto di interesse che potrebbe insorgere. Ulteriori prescrizioni sono state formulate in sede regolamentare dalla Consob, che ha dato attuazione alla normativa TUF *in parte qua* (a mente dell'art. 6, commi 2 e 2-bis TUF) con il regolamento n. 16190 del 29.10.2007 (reg. Intermediari); tali prescrizioni riguardano l'informazione preventiva (artt. 27-32 reg. Intermediari), in forza della quale i clienti hanno diritto di ottenere informazioni chiare e corrette sull'impresa emittente, sui prodotti e sui costi delle prestazioni offerte, cosicché siano messi in grado di comprendere la natura e il rischio del servizio offerto. Tali obblighi informativi devono essere graduati in considerazione del maggiore o minore grado di professionalità del cliente.

Volendo tracciare un sintetico bilancio della normativa introdotta a partire dalla l. 262/2005, si può affermare che le banche, in occasione della sottoscrizione e del collocamento dei propri prodotti finanziari, sono state assoggettate ad una disciplina orientata alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti, disciplina peraltro già vigente con riferimento alla prestazione di servizi di investimento. Il legislatore ha dunque inteso uniformare gli obblighi che si accompagnano alle diverse attività prestate dalle banche, riconoscendo finalmente sussistente la medesima esigenza di tutela degli investitori. Non sembra inoltre azzardato affermare che con l'art. 25-bis è venuto meno il regime agevolativo che caratterizzava gli strumenti di raccolta del risparmio bancario, benché – come già notato sopra – permanga un atteggiamento di *favor* nei confronti degli istituti di credito che si manifesta nell'esenzione dalla disciplina dell'informazione societaria con riguardo agli strumenti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, anche nell'ipotesi in cui essi siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. In tal senso si esprime M. PELLEGRINI (*La circolazione dei prodotti finanziari*, in *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2006, p. 374), affermando riguardo all'articolo 25-bis che «è evidente come la previsione, in quest'ultima disposizione, dell'applicabilità alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche nonché, in quanto compatibili, da imprese di assicurazione, degli artt. 21 (...) e 23 (...) t.u.f. appaia pienamente in linea col superamento della disciplina di favore accordata in questi anni a banche ed imprese di assicurazione».

Per quanto attiene alla nozione di prodotti finanziari (di cui al 1° comma dell'art. 25-bis TUF) rimando a R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 8 ss., non essendo questa la sede idonea per affrontare tale tema.

¹⁰⁷ Il riferimento a «sezione» deve sicuramente ritenersi un errore scaturito dalla lunga e travagliata gestazione che ha vissuto il TUF prima della promulgazione: il Titolo III dedicato agli Emittenti si apre infatti con un «Capo», intitolato «Informazione societaria», e non è presente alcuna suddivisione

finanziari previsti dall'articolo 100, comma 1, lettere d) ed e)». L'esenzione riguarda due tipologie di strumenti finanziari: quelli, diversi dai titoli di capitale, emessi da uno Stato membro dell'Unione europea o che beneficino di garanzia incondizionata e irrevocabile da parte di uno Stato membro, o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione europea; e quelli emessi dalla Banca Centrale europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione europea. La *ratio* di tali esenzioni si deve ricercare nella natura pubblicistica dei soggetti considerati e nella particolare solidità ed affidabilità finanziaria che ad essi si riconnettono. In altri termini è come se il legislatore presumesse che operazioni aventi ad oggetto simili strumenti finanziari siano assolutamente prive di rischi, motivo per cui viene meno ogni esigenza di tutela del pubblico dei risparmiatori, e – conseguentemente – l'utilità delle comunicazioni al pubblico.

Un'analisi a parte merita il tema dell'informazione all'interno dei gruppi societari, oggetto del 2° comma dell'art. 114 del TUF.

in «sezioni». Come hanno puntualmente notato i primi commentatori del Testo Unico (vedi ANNUNZIATA, *Informazione societaria. La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob* (parte prima), in *Le società*, 1999, p. 401), la bozza uscita dai lavori preparatori aveva una Parte III suddivisa in quattro Titoli, che disciplinavano: Appello al pubblico risparmio (I), Emittenti strumenti finanziari quotati (II), Sanzioni (III), Disposizioni finali (IV). Il Titolo II era strutturato in due Capi (il primo dedicato all'Informazione societaria, il secondo alla Disciplina delle società con azioni quotate), e il Capo I era a sua volta suddiviso in due Sezioni: la prima dedicata agli Obblighi di trasparenza, la seconda agli Assetti proprietari. Tale seconda Sezione – nella redazione finale – è slittata all'interno del Capo II, e conseguentemente il Capo I dedicato all'Informazione societaria è rimasto strutturato in un'unica Sezione, ragion per cui è stato soppressa la suddivisione in sezioni, lasciando però intatto il riferimento alla «sezione» operato dal 1° comma dell'art. 118.

3. (SEGUE): I GRUPPI DI SOCIETÀ

Il fenomeno dei gruppi societari, sebbene già ampiamente noto alla nostra letteratura (aziendalistica e giuscommercialistica), fino alla riforma societaria¹⁰⁸ del 2003 non ha ricevuto dal legislatore italiano una disciplina organica. Non è questa la sede idonea per indagare le cause¹⁰⁹ della tardività¹¹⁰ di tale intervento, che sono principalmente riconducibili da un lato al marcato polimorfismo del fenomeno, che ha reso assai difficile imbrigliarlo in un sistema di regole, dall'altro lato alla tendenza a ritenere che i gruppi di società fossero una realtà “di fatto” e non “di diritto”, e in

¹⁰⁸ Il legislatore ha introdotto il Capo IX nel Titolo V del Libro V, rubricato «Direzione e coordinamento di società». Per un'analisi dettagliata degli artt. 2497 ss. c.c. e un bilancio sui primi anni di vita di tale disciplina si veda U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010. L'Autore sostiene invero che l'intervento normativo sia poco soddisfacente sotto il profilo dell'organicità, in quanto è stata seguita un'opzione per così dire minimalista, vale a dire sono state dettate principalmente regole riconducibili allo *Schutzrecht* piuttosto che all'*Organisationsrecht*: a sostegno della propria convinzione Tombari adduce il fatto che l'articolo che apre il Capo in parola è emblematicamente rubricato «Responsabilità», elemento che lascerebbe trasparire che la *ratio* che ha ispirato il legislatore è stata principalmente la tutela dei soci cd. esterni e dei creditori sociali. Il che a mio avviso è vero solo fino ad un certo punto: è infatti innegabile che tra le pieghe di tale intervento normativo si ricavano anche non poche regole di organizzazione, valga per tutti la liceità dell'attività di direzione e coordinamento che si desume pacificamente dall'art. 2497 e che, nel silenzio della legge, aveva creato varie difficoltà in dottrina. È altrettanto vero che, ad esempio, il problema di ricostruire lo statuto normativo di una società “dominante” e di una società “dominata”, così come quello di ripensare la struttura delle attribuzioni degli organi sociali di una società facente parte di un gruppo, sono ancora una volta lasciati all'attività non facile dell'interprete. La questione meriterebbe ben altro spazio, ma non è questa la sede idonea: si rinvia per ulteriori approfondimenti a Tombari, cit., p. 4 ss.

¹⁰⁹ Per una disamina delle questioni che si pongono in relazione al gruppo si veda N. RONDINONE, *I gruppi d'impresa tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999, *passim*; G. ROSSI, *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI (a cura di), *I gruppi di società, Atti del convegno di Venezia 16-18 novembre 1995*, Milano, 1996, vol. I, p. 24 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, *passim*.

¹¹⁰ Si tenga presente che l'ordinamento tedesco possiede all'interno dell'*Aktiengesetz* una disciplina di diritto comune sui gruppi dal 1965: cfr U. TOMBARI, cit., p. 7.

quanto tali non necessitassero di regole ulteriori rispetto a quelle già dettate dal diritto societario per la società “monade”, regole che con opportuni adattamenti dovevano essere sufficienti a risolvere – nella peggiore delle ipotesi in via interpretativa – tutte le questioni dubbie che si ponevano nel gruppo.

In questa temperie pre-riforma il legislatore non è stato tuttavia insensibile al fenomeno dei gruppi societari, e laddove ne è emersa la necessità, ha approntato una disciplina *ad hoc*, con il risultato di aver creato – fermandosi all’analisi dei dati più macroscopici – una serie di definizioni del fenomeno stesso non allineate¹¹¹: si è giustamente parlato in dottrina del gruppo come di una fattispecie “a geometria variabile”¹¹², il perimetro del quale muta in funzione dei problemi cui la disciplina di volta in volta approntata intende fornire soluzione.

Anche il legislatore del TUF, dal suo canto, si è inserito in tale solco ormai ben tracciato, e ha abdicato a lumeggiare un disegno organico sui gruppi – benché la legge di delega avesse previsto siffatto compito¹¹³ –, dettando ancora una volta frammenti di disciplina per regolare singoli aspetti ritenuti bisognosi di regolamentazione. Con questa premessa ci si deve accingere all’analisi del secondo comma dell’art. 114 del TUF, che dispone che «gli emittenti quotati impartiscono le

¹¹¹ Non è da nascondersi che, verosimilmente, la rinuncia da parte del legislatore ad una disciplina organica e unitaria affondasse le radici nella difficoltà di risolvere problemi annosi e cruciali che solo con il passare del tempo hanno trovato soluzioni più o meno pacifiche: così si esprime MONTALENTI, cit., p. 353.

¹¹² L’espressione assai icastica è di P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 4 ed è stata già ripresa da P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale (dir. G. Cottino)*, Padova, 2004, p. 352.

¹¹³ La l. 6 febbraio 1996, n. 52, all’art. 21, 4° co., in tema di riordino normativo delle materie concernenti gli intermediari e i mercati finanziari, disponeva che si potesse procedere alla riscrittura della «disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo». Stante tale tenore letterale della delega legislativa, l’unico limite che si poneva ad una eventuale disciplina sui gruppi era che essa dovesse riguardare solo gli emittenti quotati.

disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste».

La scaturigine più prossima di tale norma deve essere ricercata in alcune disposizioni del regolamento Consob n. 5553 del 1991, emanato in attuazione dell'art. 6 della l. n. 157/1991 (cd. legge sull'*insider trading*) e rimasto in vigore¹¹⁴ fino all'emanazione del regolamento Emittenti attualmente vigente. Gli artt. 12-*bis*, 13 e 14 del suddetto regolamento si fondavano infatti sul presupposto che la fisiologia del funzionamento del gruppo societario postulasse la circolazione di informazioni infragruppo, specialmente tra società controllante e controllate, e partendo da tale assunto avevano cercato di apprestare una regolamentazione di alcuni aspetti del fenomeno.

L'art. 12-*bis*¹¹⁵ in particolare prevedeva che, nell'ambito di un gruppo al quale appartenessero emittenti quotati, la holding¹¹⁶ informasse il pubblico delle proposte e delle decisioni idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari emessi dagli emittenti medesimi. L'obbligo di comunicazione a carico della società capogruppo postulava peraltro l'instaurazione di flussi informativi ascendenti dalle controllate verso il vertice titolare del potere di controllo, sulla base

¹¹⁴ Cfr. art. 156, 1° co., lett. a) del reg. 11971/1999.

¹¹⁵ Introdotto nel corpo del reg. 5553 dalla delibera Consob n. 10917 del 1997.

¹¹⁶ Il regolamento non forniva alcuna definizione di capogruppo: spettò alla Consob (tramite la Comunicazione n. 93000040 del 7 gennaio 1993) l'onere di fornirne una definizione, toccando anche argomenti di più ampio respiro. La Commissione affermò infatti che «la *ratio* che sottende agli obblighi informativi fissati dal regolamento è quello di consentire al mercato nel quale i valori mobiliari “di gruppo” sono trattati di conoscere con rapidità e chiarezza ogni fatto od operazione che possa in qualche modo condizionare il corso dei prezzi stessi. Tale rapidità e chiarezza sono massimamente garantite qualora l'informazione sia diffusa proprio là dove le scelte gestionali rilevanti sono prese o dove vi è il fisiologico raccordo ed il coordinamento delle attività dei soggetti appartenenti al gruppo. Questo è, in breve, il criterio in base al quale identificare il soggetto capogruppo ai fini della legge *insider trading*».

dell'ovvia¹¹⁷ considerazione che non avrebbe senso imporre un obbligo senza fornire contemporaneamente i mezzi per adempierlo.

L'art. 13 del reg. 5553 formulava a carico del soggetto capogruppo del gruppo cui appartenevano emittenti quotati un obbligo di comunicazione – questa volta nei confronti della Consob – relativamente ad operazioni, non necessariamente *price sensitive*, effettuate dai soggetti appartenenti al gruppo stesso, inerenti ai valori

¹¹⁷ L'asserzione in verità non era affatto ovvia, quanto meno fino alla comparsa della norma contenuta all'art. 114.2 TUF. In precedenza infatti sussistevano dubbi in dottrina sulla configurabilità – in capo alla capogruppo-controllante – del diritto di informazione rispetto alle società controllate, sebbene la soluzione maggiormente condivisa fosse quella affermativa, che riteneva cioè che l'attività di direzione e coordinamento non potesse concretamente svolgersi senza un flusso di informazioni ascendenti dalle controllate verso la capogruppo.

La questione della sussistenza – anteriormente al TUF – del diritto di informazione della capogruppo, a ben vedere, si inseriva nell'ambito del problema più generale della liceità e della vincolatività delle direttive impartite alle controllate dalla capogruppo, problema che a sua volta si risolveva, in ultima analisi, nella *vexata quaestio* relativa alla configurabilità dell'attività di direzione e coordinamento. Le difficoltà nascevano dall'assenza – nel nostro ordinamento – di dati normativi ai quali ancorare qualsivoglia argomentazione: P. FERRO-LUZZI e P. MARCHETTI (in *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 468 ss.) – ragionando in tema di gruppi bancari – notavano riguardo a ciò che l'interprete doveva confrontarsi con «fenomeni che tutti conoscono, e in definitiva accettano, ma che restano confinati – singolarmente – nella zona del fatto», e pertanto salutavano con favore la norma – dettata all'art. 25, 4° comma e successivamente confluita nell'art. 61, 4° co., TUB, cui accenneremo poco oltre – del d. lgs. 356/1990 (recante disposizioni per la ristrutturazione e la disciplina del gruppo creditizio), che sanciva l'obbligo a carico degli amministratori delle società del gruppo bancario di fornire dati e informazioni necessarie alla capogruppo. Considerazioni analoghe erano già state formulate dall'autorevole voce di F. GALGANO (in *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 1988, vol. 7, p. 200) – citato già da Ferro-Luzzi e Marchetti –, nei seguenti termini: «ciò che si presume, nei rapporti fra controllante e controllata, è qualcosa che non si può altrimenti provare: è che la società controllante si avvarrà della propria posizione di supremazia, derivante dalle partecipazioni azionarie o dai vincoli contrattuali, per determinare la condotta degli affari delle società dipendenti, imponendo agli organi di queste la propria volontà. Si presume, cioè, che gli amministratori della capogruppo impartiranno direttive agli amministratori delle controllate e che costoro, anche se formalmente abilitati a disattenderele, di fatto le eseguiranno (...), perché la loro nomina e la loro conferma, la provvista dei mezzi finanziari per gestire l'impresa loro affidata e, in una parola, le sorti di questa sono nelle mani della controllante».

Ferro-Luzzi e Marchetti proseguono la loro analisi evidenziando il carattere di «strumentalità necessaria» degli obblighi informativi rispetto al potere di direzione: è infatti difficile negare che colui che dirige deve conoscere, e per ottenere la conoscenza di fatti e dati che attengono alla organizzazione di un diverso soggetto giuridico, non v'è dubbio che dovrà essere informato dal medesimo distinto soggetto. I due Autori concludono quindi che l'obbligo di informazione è «una controfaccia naturale» del potere di direzione, e sottolineano la contraddizione non lieve in cui cadono coloro che negano la legittimità del potere di direzione, e allo stesso tempo – nell'ambito del gruppo bancario – nulla eccepiscono in ordine agli obblighi di informazione stabiliti dall'art. 25, 4° comma del d. lgs. 356/1990.

mobiliari quotati. Nel caso in cui la Consob avesse riscontrato un interesse in tal senso da parte dei soci, dei risparmiatori o del mercato nel suo complesso, avrebbe dovuto chiedere alla capogruppo la diffusione al pubblico delle informazioni ottenute. Valgono anche per tale norma regolamentare le considerazioni svolte in merito a quella precedente.

L'art. 14 del medesimo regolamento imponeva la comunicazione al pubblico delle informazioni concernenti la costituzione, nonché le successive modificazioni, del rapporto di controllo tra i soggetti capogruppo e gli emittenti quotati: anche in questo caso ricorreva un obbligo posto a carico di un soggetto soltanto, ma relativo ad informazioni destinate ad andare ben oltre l'obbligato stesso.

Volendo risalire ancora più indietro nel rintracciare i precedenti normativi, una impronta genetica – affine a quella che oggi troviamo nel 2° comma dell'art. 114 – la si rinviene nella normativa in tema di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e importanti detenute attraverso società controllate (rispettivamente artt. 5 e 5-*bis* della l. 216/74): non è infatti difficile notare come alla base di tale disciplina ci fosse la presa d'atto della necessaria presenza di flussi informativi all'interno del gruppo.

La *ratio* immediata¹¹⁸ di imporre dei flussi informativi ascendenti e discendenti in capo ai soggetti facenti parte di un gruppo si ritrova anche in altri frammenti legislativi, quali l'art. 43 del d. lgs. n. 127 del 1991 e l'art. 24, 2° co., del d. lgs. n. 87 del 1992 relativi agli obblighi informativi delle società controllate ai fini della redazione, da parte della controllante, rispettivamente, del bilancio consolidato

¹¹⁸ Risulta evidente che lo scopo ultimo di tali precedenti normativi del 2° comma dell'art. 114 fosse non già quello di imporre flussi informativi, bensì la creazione di un sistema caratterizzato dalla massima trasparenza possibile, in modo tale da ridurre al minimo il margine di decettività delle informazioni diffuse al pubblico.

delle società ordinarie e di quello delle banche; nonché l'art. 61, 4° co., del TUB¹¹⁹, il quale impone, da un lato, alla capogruppo di emanare disposizioni alle altre società appartenenti al gruppo per dare esecuzione alle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia, dall'altro lato impone agli amministratori delle società appartenenti al gruppo di fornire tutti i dati e le informazioni richiesti.

Procedendo quindi ad analizzare *funditus* la previsione normativa in tema di gruppi societari, mette conto affrontare innanzitutto la questione dell'oggetto degli obblighi di comunicazione (i), per poi trattare i profili soggettivi (ii) e il contenuto precettivo (iii) della norma *de qua*, compulsando infine la possibilità di attribuire ad essa una valenza sistematica (iv).

Per quanto attiene al primo punto, si deve notare che la norma contenuta nel 2° comma dell'art. 114 si pone sul piano logico come epigono delle disposizioni subito sopra richiamate, ma si differenzia da ciascuna di esse in quanto possiede, come vedremo, il carattere della generalità: in questo consiste la sua portata innovativa. Non riguarda cioè l'adempimento di singoli obblighi nominati dal legislatore, ma si riferisce a tutti «gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge». Il punto merita qualche precisazione, in quanto in dottrina non c'è stata concordia nello stabilire il senso dell'inciso.

Alcuni interpreti¹²⁰ hanno inteso circoscrivere la portata applicativa della norma in commento non già ad ogni obbligo informativo previsto dal legislatore, bensì alle sole informazioni *price sensitive*, limitando fortemente l'oggetto dei flussi informativi imposti dall'art. 114.2 TUF. Tale opzione ermeneutica si basava sul presupposto di uno stretto legame logico tra i primi tre commi dell'art. 114: dato che

¹¹⁹ Si tratta, com'è noto, del d. lgs. n. 385 del 1993.

¹²⁰ Vedi P. PISCITELLO, sub art. 114, p. 952.

sia il primo che il terzo¹²¹ comma della norma attenevano alla comunicazione dei fatti *price sensitive*, anche gli obblighi di comunicazione di cui al secondo comma sembravano doversi interpretare in una prospettiva del tutto analoga. Tale interpretazione risulta non pienamente convincente. Anzitutto la lettera della disposizione si riferisce esclusivamente agli «obblighi di comunicazione previsti dalla legge»: e, del resto, il legislatore, se avesse voluto, avrebbe potuto rinviare agli obblighi di comunicazione «stabiliti al comma precedente». In secondo luogo non risultano perspicue le ragioni in forza delle quali si dovrebbe accogliere un'interpretazione restrittiva che impedisce – così pare – di aggiungere un ulteriore tassello al mosaico normativo dei gruppi societari faticosamente realizzato nel tempo dal legislatore. Già si è detto che quest'ultimo ha rinunciato a dettare una disciplina organica sui gruppi societari, optando per una serie di frammenti normativi finalizzati a regolare singoli aspetti del fenomeno; non vi è dubbio che, assegnando la massima ampiezza possibile all'oggetto degli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114.2 TUF, si asseconda la citata tendenza mostrata dal nostro ordinamento, ricavando una regola di assoluta importanza e utilità, soprattutto nella prospettiva – assai centrale per il legislatore europeo – di accrescere il grado di trasparenza¹²² in relazione alle attività svolte all'interno di un gruppo di società.

¹²¹ Mi sto ovviamente riferendo alla versione originaria di tali commi, in vigore quando l'Autore ha redatto il commento citato subito sopra.

¹²² La stessa Consob (nell'*Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano – Audizione del Presidente della Consob T. Padoa Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati*, in Consob, *Quaderni di Finanza*, 26, 1998, p. 15) aveva sottolineato l'importanza della trasparenza con riguardo ai gruppi societari nei seguenti termini: «le norme del testo unico che riguardano il fenomeno dei gruppi toccano in modo incisivo campi importanti come la trasparenza, il collegio sindacale, la revisione contabile. Esse sono accomunate da uno stesso principio ispiratore: evitare che l'organizzazione di imprese in forma di gruppo societario possa rivelarsi uno strumento per aggirare obblighi di trasparenza a cui sono tenute le società quotate e doveri spettanti ai sindaci e ai revisori. La forma organizzativa del gruppo assume pertanto carattere di neutralità sotto il profilo informativo, anche in considerazione della previsione di poteri e doveri di amministratori e

In conclusione, ragioni di opportunità e di ordine sistematico, ancor più che letterale, suggeriscono che gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114.2 TUF avranno ad oggetto, ad esempio, oltre alle informazioni privilegiate di cui all'art. 181 TUF, le partecipazioni rilevanti in società quotate¹²³ detenute tramite società controllate (art. 120, 4° co., lett. b) TUF); i patti parasociali di cui all'art. 122, commi 1, 2 e 5; il resoconto intermedio di gestione¹²⁴ (c.d. relazione trimestrale) e la relazione finanziaria semestrale¹²⁵ che devono essere redatte anche su base consolidata (rispettivamente artt. 82 e 81 reg. Emittenti); le operazioni aventi ad oggetto i propri strumenti finanziari, vale a dire gli strumenti finanziari “di gruppo” (art. 87 reg. Emittenti).

Per converso, sono fuori dal campo applicativo della norma quelle comunicazioni che non sono obbligatorie e non sono previste dalla legge: sono pertanto escluse le informazioni necessarie alla controllante per formulare delle semplici raccomandazioni, oppure per redigere delle comunicazioni da effettuarsi, ad esempio, sulla scorta di quanto previsto dai codici di autodisciplina¹²⁶.

Passando ad affrontare il tema della portata soggettiva della norma, si deve subito notare che essa si rivolge unicamente agli «emittenti quotati»: risultano in altri termini esclusi dalla platea dei destinatari degli obblighi i soggetti (non quotati) che

sindaci delle società quotate nei confronti delle controllate, tali da configurare una sorta di “direzione unitaria” dell’informazione societaria». Particolarmente interessante risulta l’espressione finale del brano citato, che si riferisce alla norma di cui all’art. 114.2 utilizzando il nesso «“direzione unitaria” dell’informazione societaria».

¹²³ A seguito dell’emanazione del d. lgs. 184/2012 che ha novellato, *inter alia*, l’art. 120 del TUF, non sussiste più l’obbligo di comunicare – alla società partecipata e alla Consob – le partecipazioni superiori al 10% del capitale in società per azioni non quotate o in società a responsabilità limitata.

¹²⁴ Di cui all’art. 154-ter, 5° co., TUF.

¹²⁵ Di cui all’art. 154-ter, 2° co., TUF.

¹²⁶ Così F. ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1499.

controllano detti emittenti. Si tenga presente che, nella versione originaria dell'art. 114 del TUF, sia il 1° che il 3° comma si rivolgevano agli «emittenti quotati e ai soggetti che li controllano», mentre il 2° comma introduceva una vistosa e singolare restrizione dell'ambito soggettivo di applicazione della disciplina. La singolarità consisteva nel fatto che, a seconda che la società capogruppo fosse o meno quotata, quest'ultima disponesse di poteri assai diversi – più o meno penetranti – per procurarsi dalle controllate le informazioni necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dalla legge, benché perfettamente analoghe fossero le esigenze di trasparenza emergenti in entrambi i casi, così come indubbiamente sovrapponibili¹²⁷ risultassero le istanze di tutela del pubblico dei risparmiatori che venivano in considerazione nell'una e nell'altra ipotesi. La situazione è oggi parzialmente mutata, cosicché anche la singolarità della restrizione soggettiva in discorso si è *prima facie* attenuata: il d. lgs. 184/2012 ha infatti soppresso dal 1° comma della norma in commento il riferimento ai «soggetti che li controllano» (espunzione che esamineremo nel prosieguo del presente paragrafo), con il risultato di rendere allineata la portata soggettiva dei primi due commi dell'art. 114.

Resta tuttora da interrogarsi sulla *ratio* della restrizione soggettiva contenuta nella norma in tema di gruppi societari. Si deve innanzitutto ricordare che l'art. 21, 4° co.

¹²⁷ Il discorso non è così semplice, ma lo si comprende meglio solo che si ponga mente al caso di una ipotetica capogruppo non quotata che controlla un numero x di società quotate. Non parrebbe in tal caso dubbio che la capogruppo sia l'unico soggetto in grado di avere una visione di sintesi in ordine al corso degli strumenti finanziari sia di gruppo (si veda in merito l'art. 87 del reg. Emittenti), sia quelli emessi dalle singole controllate. Orbene, quantunque la capogruppo (non quotata nel nostro esempio) sia investita dell'obbligo informativo ex art. 87 reg. Emittenti in quanto soggetto più idoneo a comunicare al pubblico un'ampia gamma di informazioni finalizzate ad orientare il pubblico dei risparmiatori e, parimenti, a garantire l'ordinato svolgersi delle attività nei mercati finanziari, essa dispone per così dire di armi spuntate, posto che non le viene riconosciuto dall'ordinamento il poterdovere di richiedere informazioni alle controllate quotate così come non sussiste in tal caso alcun obbligo a carico delle controllate di assecondare le richieste della controllante nel caso in cui essa non sia quotata.

della legge di delega del TUF prevedeva che, in sede di riordino della disciplina dei mercati finanziari, potesse essere modificata «la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento (...) ai rapporti di gruppo»: emerge chiaramente dalla lettera della delega che la possibilità di modifica della normativa in tema di gruppi societari era limitata ai soli emittenti quotati. Si capisce dunque come l'imposizione di un obbligo generalizzato a carico dei soggetti controllanti non quotati sarebbe probabilmente uscito dai paletti fissati dalla delega¹²⁸, con ciò consentendo di giungere alla conclusione che l'interesse precipuo del legislatore si indirizzava all'emittente quotato e che la finalità principalmente perseguita era quella di assicurare al pubblico dei risparmiatori una efficace informazione sulle attività degli emittenti quotati.

Giova infine rammentare come nei mercati regolamentati italiani sono quotate quasi tutte le *holding* capogruppo dei gruppi economicamente più rilevanti, ragion per cui la segnalata restrizione dell'ambito soggettivo di applicazione della norma in commento non pare dare origine a considerevoli deficit di tutela del pubblico.

Proseguendo nell'analisi dell'art. 114.2 TUF, una volta chiarita la portata soggettiva, si deve osservare che esso scolpisce due regole: da un lato riconosce, in capo alla controllante, il potere di richiedere informazioni alle controllate; dall'altro stabilisce a carico delle controllate un dovere¹²⁹ di adempiere – e oltretutto

¹²⁸ Si consideri anche che l'osservanza degli obblighi di comunicazione previsti all' art. 114 del TUF è presidiata dalle sanzioni amministrative stabilite dall'art. 193 del TUF a carico degli amministratori: sarebbe stato irragionevole ed incongruo – sotto il profilo logico prima ancora che giuridico – comminare delle sanzioni in capo a soggetti (come gli amministratori della capogruppo non quotata) che a rigore di delega non rientravano neppure nella platea dei destinatari degli obblighi di comunicazione appena citati.

¹²⁹ Il dovere – a carico della controllata – di trasmettere le informazioni richieste alla controllante-capogruppo ha destato qualche perplessità sia in dottrina che in sede applicativa. Potrebbe infatti verificarsi una duplicazione delle comunicazioni al pubblico: si pensi all'ipotesi in cui la controllata quotata ha già provveduto autonomamente alla diffusione di certe informazioni, e la capogruppo

tempestivamente – alle richieste formulate dalla controllante. La portata innovativa della norma consiste, oltre alla già esaminata generalità dell’oggetto degli obblighi di comunicazione, non tanto nel riconoscimento del potere informativo in capo alla controllante, quanto nel rendere l’esercizio del medesimo per così dire obbligatorio¹³⁰. La norma arricchisce tale obbligo di ulteriori elementi: viene infatti affermato che gli emittenti quotati debbono impartire «le disposizioni» all’uopo necessarie per ottenere dalle controllate le informazioni indispensabili per l’adempimento degli obblighi di comunicazione. Con il termine «disposizioni» il legislatore ha inteso sgombrare il campo da equivoci ormai consolidati dalla prassi, imponendo una certa procedimentalizzazione di tale fenomeno: deve con ogni probabilità trattarsi di richieste formulate per iscritto e dagli organi societari competenti, evitandosi il ricorso a messaggi c.d. *ad aures*. Pare cioè che la forma scritta in tal caso garantisca chiarezza e trasparenza difficilmente conseguibili tramite

formula la richiesta di trasmissione delle medesime informazioni. In realtà, ad una attenta analisi non sfugge che la duplicazione è soltanto apparente, se solo si considera che nella maggior parte dei casi l’informazione avrà un diverso impatto ed una diversa rilevanza sulla capogruppo e sulla controllata. In tali casi sarà opportuno, onde evitare comunicazioni parziali e pertanto potenzialmente decettive, che l’informazione sia specificata e declinata rispetto ad entrambe le società, mediante due distinti comunicati oppure con un comunicato congiunto, dal quale emerga chiaramente la diversità delle posizioni in ordine al medesimo elemento. Non è infatti difficile immaginare come il medesimo dato possa assumere significati diversi ed essere di maggiore o minore momento a seconda della prospettiva dalla quale lo si consideri: risulta quindi ovvio che la capogruppo avrà una visione di sintesi che le consentirà di fornire al pubblico elementi ulteriori rispetto alle singole controllate quotate. Il tema, come già accennato, ha sollevato dubbi soprattutto nella applicazione; per tale motivo è stato affrontato dalla Circolare Assonime 48/2006 (intitolata *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*), alla quale si rinvia per ulteriori ed interessanti riflessioni in merito (devo il reperimento del testo integrale della circolare alla cortesia della Italpreziosi S.p.A. di Arezzo, che ringrazio).

¹³⁰ Si consideri inoltre che – ai sensi dell’art. 193 del TUF – tale obbligo è presidiato da sanzione amministrativa pecuniaria (di non lieve entità: la cornice edittale della pena è da cinquemila a cinquecentomila euro), irrogata dalla Consob. Della sanzione – aggiunge l’art. 195, 9° co., TUF – rispondono coloro che hanno commesso la violazione, e in solido con questi le società e gli enti ai quali appartengono gli autori della violazione; la parte finale della disposizione sancisce l’obbligo – nell’ipotesi in cui siano chiamati a rispondere gli obbligati in via sussidiaria – di esercitare l’azione di regresso verso i diretti responsabili.

comunicazioni effettuate in via – per così dire – confidenziale. E, del resto, si può osservare come l'art. 149, 1° co., lett. d), TUF ponga, tra i doveri a carico del collegio sindacale¹³¹, quello di vigilare sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla controllante alle società controllate *ex art. 114.2*: pare francamente impossibile che i sindaci possano valutare l'adeguatezza di una direttiva che è stata impartita in forma non scritta. Nell'ipotesi in cui resti inadempito l'obbligo di impartire disposizioni, così come in quella in cui le disposizioni impartite risultino inadeguate, scatta – oltre alle sanzioni amministrative in capo agli amministratori e ai sindaci poco sopra menzionate – la responsabilità¹³² in capo all'emittente e in capo agli amministratori¹³³ per i danni subiti da terzi a causa dell'inadempimento.

¹³¹ Doveri analoghi sono posti – dai commi 4-*bis* e 4-*ter* del medesimo articolo – a carico dei soggetti che svolgono funzioni analoghe a quelle dei sindaci nei c.d. sistemi alternativi di controllo, vale a dire, rispettivamente, il consiglio di sorveglianza (nel sistema c.d. dualistico) e il comitato per il controllo sulla gestione (nel sistema c.d. monistico).

¹³² La natura contrattuale o extracontrattuale di tale responsabilità non è pacifica: risulta a mio avviso preferibile la prima soluzione, in quanto si versa in presenza della violazione di un obbligo determinato (risultando irrilevante la fonte dell'obbligo: sia esso scaturente da una disposizione di legge o da una clausola contrattuale, si tratta pur sempre di obbligo espressamente previsto) e non del generico precetto *neminem laedere*. La differente natura della responsabilità *de qua* – come è noto – ha significative conseguenze per quanto attiene l'onere probatorio.

La Corte di Cassazione si è più volte occupata della questione, in particolare con la pronuncia sez. un. n. 14712 del 26 giugno 2007, nella quale ha affermato che la responsabilità può dirsi contrattuale non solo nel caso in cui l'obbligo di prestazione derivi propriamente da un contratto, ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall'inesatto adempimento di una obbligazione preesistente, quale che ne sia la fonte. Tale tipo di responsabilità può dunque sorgere anche a seguito di violazione di obblighi nascenti da situazioni non già di contratto, bensì di semplice contatto sociale, in tutti quei casi nei quali l'ordinamento imponga ad un soggetto di tenere un determinato comportamento in dette situazioni.

Considerazioni interessanti sull'argomento si rinvencono in E. NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno e i problemi di confine tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale*, in *Diritto civile*, dir. Lipari e Rescigno, vol. IV, t. 3, *Attuazione e tutela dei diritti. La responsabilità ed il danno*, coord. Zoppini, Milano, 2009, p. 233 ss.

Qualche perplessità suscita la tesi avanzata da G. OLIVIERI (*Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. Colombo e Portale, Torino, 1994, vol. 7, p. 617), secondo cui la responsabilità in parola avrebbe natura contrattuale in caso di sussistenza, tra controllante e controllate, di accordi contrattuali in ordine alla trasmissione di informazioni: tale opinione non convince in quanto eventuali accordi stipulati tra controllante e controllate costituiscono non già la fonte da cui scaturisce l'obbligo in commento – il quale troverà sempre la propria fonte genetica nel 2° comma dell'art. 114 TUF –,

Per quanto attiene invece al lato delle società controllate, il 2° comma dell'art. 114 prevede il dovere, in capo a queste, di trasmettere tempestivamente le informazioni richieste, ragion per cui in caso di inadempimento sarà configurabile la responsabilità¹³⁴ della controllata verso la controllante per i danni da questa subiti. Riguardo al significato da attribuire all'avverbio «tempestivamente», onde consentire una oggettiva individuazione dell'eventuale inadempimento da parte delle controllate, sarà opportuno che le disposizioni impartite dalla controllante fissino espressamente un termine entro il quale deve avvenire la trasmissione delle informazioni richieste¹³⁵. Allorquando, spirato il termine, scatti l'inadempimento, la controllante potrà esperire la procedura di cui all'art. 700 c.p.c., richiedendo un provvedimento cautelare d'urgenza che ordini alla controllata l'inoltro di quanto richiesto. Non sembra invece esperibile la procedura sostitutiva prevista al 5° comma dell'art. 114, ai sensi del quale la Consob – nel caso in cui le controllate non ottemperino alle disposizioni della controllante – può provvedere direttamente a spese degli interessati inadempienti: ragioni di ordine letterale, nonostante vi siano alcune voci dissonanti in dottrina¹³⁶, suggeriscono che tale procedura sia applicabile

bensì la disciplina di volta in volta approntata per regolare le modalità di attuazione di un obbligo già sancito altrove.

Per un'analisi più approfondita della questione si rinvia a P. SFAMENI, sub art. 114, p. 630 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹³³ Ex art. 2395 del cod. civ. Si noti inoltre che l'inadempimento degli obblighi di comunicazione imposti dalla legge è sicuramente da configurarsi come giusta causa di revoca dell'amministratore ai sensi dell'art. 2383 cod. civ.

¹³⁴ Relativamente alla posizione degli amministratori, valgono qui le stesse considerazioni svolte poco sopra a proposito dell'inadempimento della controllante.

¹³⁵ Così propone P. SFAMENI, sub art. 114, p. 631.

¹³⁶ Si veda P. PISCITELLO, sub art. 114, p. 952; e già prima E. NTUK, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*. Commentario diretto da G. Cottino, sub art. 114, in *Giur. Italiana*, 1998, p. 1530 ss. Entrambi gli Autori affermano tale tesi senza fornire argomenti sui quali essa si fondi.

esclusivamente all'inadempimento di obblighi di comunicazione relativi a fatti qualificabili come *price sensitive*.

Volendo tracciare un bilancio sulla portata del 2° comma dell'art. 114 del TUF, si può – oggi con minori dubbi che in passato¹³⁷ – ritenere risolta, in senso

¹³⁷ Prima della comparsa della norma di cui all'art. 114.2 TUF nel nostro ordinamento la dottrina si era ripetutamente interrogata su tale questione, giungendo a conclusioni opposte. In favore del riconoscimento di un generale potere informativo della capogruppo verso le controllate si era espresso F. CHIOMENTI (*Osservazioni per una costruzione giuridica del rapporto di gruppo fra imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p. 257 ss.), il quale, riprendendo e sviluppando una tesi del proprio maestro G. Ferri, sostenne che tale diritto scaturisse da un uso negoziale che si rinviene alla base di tutti i gruppi di società. Più precisamente, l'Autore intese significare che il diritto in questione potesse derivare dall'accordo contrattuale stipulato tra controllante e controllate, ove sussistente, oppure si desumesse da usi negoziali rintracciabili nella prassi nazionale e straniera dei gruppi, affermando che «... il coordinamento delle attività delle singole società partecipanti al gruppo al fine di una politica finanziaria unitaria rende evidente il diritto del soggetto capogruppo ... di avere dalle società controllate tutte le notizie necessarie o opportune affinché l'organizzazione possa esplicare la funzione finanziaria da essa assunta. Essendo il gruppo un'organizzazione sovraordinata alle singole organizzazioni ad esso partecipanti è coerente riconoscere al soggetto capogruppo poteri nei confronti dei partecipanti al gruppo diretti a permettere la realizzazione dei fini unitari». La conclusione a cui giunse Chiomenti fu che «... questo diritto [scil. di informazione della capogruppo] trova fondamento anche nell'altro principio giuridico, complementare all'autonomia privata, ... quello dell'uso negoziale». Tale tesi, nonostante l'autorevolezza dei sostenitori, non ebbe seguito in dottrina e incontrò forti critiche, come vedremo poco oltre.

A favore della configurabilità di un generale diritto di informazione della capogruppo nei confronti delle controllate si espresse, successivamente, A. GAMBINO (*Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 841 ss.), il quale spostò l'attenzione sulla questione della legittimità dell'esercizio della direzione unitaria. Dopo aver risolto affermativamente tale questione – posta come premessa – l'Autore sostiene che non si può, conseguentemente, negare alla capogruppo la disponibilità dei mezzi necessari all'esercizio della direzione unitaria, fra i quali Egli ravvisa, principalmente, il potere di imporre dei flussi informativi tra le società partecipanti al gruppo, potere cui è correlato «... un dovere di ciascuna società controllata – e quindi dei suoi amministratori – antitetico al dovere generale di riservatezza ... e rappresentato dall'obbligo di fornire alla capogruppo i dati e le informazioni che consentano ad essa l'esercizio del potere di direzione e di coordinamento nelle generali scelte gestionali e finanziarie». Tale tesi ha incontrato qualche consenso in dottrina, sebbene sia prevalsa la posizione contraria.

Contro il riconoscimento di un generale potere informativo della capogruppo si è pronunciato P. ABBADESSA (*La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi – Venezia 16-18 novembre 1995*, Milano, 1996, vol. I, p. 567 ss.), il quale, preliminarmente, mette in luce la differenza tra il semplice rapporto di controllo e la nozione di gruppo, nozione che – secondo la soluzione, sostanzialmente pacifica (si vedano ad es. Scognamiglio, Valzer, Pavone La Rosa), accolta dall'Autore – presuppone il controllo ma richiede un *quid pluris*, vale a dire che quest'ultimo si trasformi in direzione unitaria, dando origine alla formazione di un gruppo. Dopo aver dimostrato che – stante l'assenza di dati normativi in tale senso – il semplice rapporto di controllo non consente di fondare un diritto generale di informazione della controllante nei confronti delle controllate, si interroga se un tale diritto sussista allorché il controllo si traduca in direzione unitaria, giungendo alla conclusione negativa. Afferma, infatti, l'Autore che la

affermativo, la questione della configurabilità di un diritto generale di informazione della capogruppo quotata. Non pare infatti azzardato giungere a tale conclusione, argomentando segnatamente dall'ampio raggio di operatività della norma, che – come già notato diffusamente sopra – si riconnette genericamente ad obblighi di comunicazione (sebbene soltanto a quelli di fonte legale); a corroborare questa considerazione, già di per sé quasi sufficiente a legittimare l'opzione ermeneutica dell'art. 114.2 che potremmo definire estensiva¹³⁸, deve aggiungersi, a partire dalla riforma societaria del 2003, la previsione contenuta nell'art. 2497 cod. civ., che ha finalmente dato riconoscimento legislativo e, conseguentemente, legittimità, all'attività di «direzione e coordinamento di società», con il limite costituito dal rispetto dei principi di corretta gestione delle società controllate. Quindi, una volta espressamente ammessa la liceità della attività di direzione unitaria da parte della

questione non si risolve nell'accertare se in concreto il funzionamento del gruppo necessiti «di un costante flusso informativo dalla periferia verso il centro», dato di cui nessuno potrebbe dubitare, bensì se tale situazione di fatto goda di una tutela di diritto: tutela invero insussistente nel nostro ordinamento, stante l'impossibilità di ricavare da una qualsivoglia norma di legge il generale obbligo – e non la mera facoltà –, a carico degli amministratori della controllata, di adempiere alle direttive impartite dalla capogruppo. Tale conclusione di negare un diritto generale di informazione della capogruppo risulta, secondo Abbadessa, perfettamente coerente con il carattere puramente fattuale del gruppo, che non attinge ancora la soglia della piena rilevanza giuridica nel nostro paese.

Abbadessa evidenzia le criticità delle teorie di coloro che si erano espressi a favore del riconoscimento del potere informativo della società-madre. In particolare la tesi di Ferri e Chiomenti risulta viziata dall'idea che alla base di ogni gruppo vi sia una convenzione, sia pure conclusa in forma tacita, idea che, come ha pungentemente notato Scognamiglio nel suo contributo sui gruppi di imprese, risulta essere una «inutile superfetazione concettuale», atteso che il riconoscimento della liceità della direzione unitaria non richiede il presupposto di alcun accordo contrattuale.

Per quanto concerne la tesi sostenuta da Gambino, Abbadessa sostiene che dal riconoscimento della liceità dell'attività di direzione unitaria non discenda automaticamente la conseguenza dell'obbligo, a carico delle società controllate, di ottemperare alle direttive impartite dalla capogruppo, sulla base dell'ovvia considerazione che «valutare una condotta come lecita non significa affatto riconoscere che gli altri hanno l'obbligo giuridico di assecondarla».

Sulle stesse posizioni di Abbadessa si attesta P. MONTALENTI in *Corporate Governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm*, 1998, I, p. 329 ss.

Volendo esprimere un'opinione *ex post*, si può affermare che la tesi sposata dal legislatore risulti quella sostenuta dal prof. Abbadessa, in quanto è evidente come il TUF, introducendo la norma di cui al 2° comma dell'art. 114, abbia risolto alla radice la questione, formulando il dovere di impartire disposizioni a carico della capogruppo e il dovere di ottemperarvi a carico delle controllate.

¹³⁸ Così afferma P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 361.

capogruppo, sarebbe illogico non riconoscere a quest'ultima il potere di ottenere dalle controllate tutta una serie di informazioni necessarie per esercitare e coordinare le attività di gruppo. Si deve tuttavia sottolineare – in conclusione – che il potere informativo della capogruppo si arresta di fronte a due argini: l'uno costituito dalla provenienza legale degli obblighi di comunicazione, l'altro consistente nell'esercizio di attività di direzione unitaria rispettoso dei principi di corretta gestione imprenditoriale delle società controllate. In tali termini, al punto di equilibrio tra questi due limiti, si può parlare di un potere generale di informazione riconoscibile alla capogruppo, che si configura anche come potere-dovere di vigilanza della controllante sulle controllate: non è infatti difficile intuire – data la ampiezza ormai raggiunta dagli obblighi di comunicazione previsti dalla legge – quanto sia estesa la gamma di disposizioni che gli emittenti quotati devono impartire alle controllate (e alle quali queste ultime devono tempestivamente ottemperare), e come – conseguentemente – il dovere informativo si traduca in ultima analisi in un generale dovere di vigilanza sulle controllate medesime.

Conclusa l'analisi del 2° comma dell'art. 114, per ragioni di continuità concettuale ed espositiva rimane da notare che anche nel 1° comma del medesimo articolo comparivano due riferimenti¹³⁹ ai gruppi di società.

Il secondo, tuttora presente, non ha destato dubbi tra gli interpreti, risultando evidente la sua *ratio* di ampliare al massimo l'area assoggettata ai canoni della

¹³⁹ Intendo – com'è ovvio – «gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano» e «le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate» (il corsivo è mio).

trasparenza: l'emittente quotato¹⁴⁰ – oggi esso soltanto; in origine anche il soggetto che lo controllava – è tenuto a comunicare senza indugio al pubblico non solo le informazioni *price sensitive* che riguardano lui stesso, ma anche quelle relative alle società da esso controllate, venendo in tal modo delimitata un'area di trasparenza informativa i cui confini si attestano sul perimetro del gruppo stesso.

Quanto al primo dei riferimenti originari menzionati, esso è recentemente venuto meno in seguito alla soppressione operata al 1° comma dell'art. 114 TUF dal d. lgs. n. 184¹⁴¹ dell'11.10.2012 e sulla quale ci interrogheremo poco oltre.

La versione originaria del 1° comma della norma in commento, in vigore fino all'emanazione del decreto legislativo appena citato, indicava come destinatari degli obblighi di comunicazione al pubblico «gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano»; oggi, a seguito dell'espunzione dei secondi, l'ambito soggettivo del comma in discorso si è ristretto ai soli emittenti quotati. Vediamo di ricostruire rapidamente quali difficoltà aveva creato l'estensione degli obblighi informativi ai soggetti controllanti emittenti quotati per poi riflettere sul significato della modifica recentemente operata. Si deve innanzitutto notare che tale ampliamento della platea dei soggetti – cui si assisteva nella normativa italiana – era del tutto assente nella normativa europea¹⁴², ed aveva creato qualche difficoltà agli interpreti, segnatamente in relazione alla possibile duplicazione degli obblighi di comunicazione che, stante il

¹⁴⁰ Tale soggetto dovrà seguire, quanto alle modalità esecutive, la regola dettata dal 2° comma dell'art. 114.

¹⁴¹ Il decreto costituisce attuazione della direttiva 2010/73/UE, c.d. seconda direttiva Prospetti, che ha modificato la c.d. direttiva Prospetti del 2003 e la c.d. direttiva *Transparency* del 2004.

¹⁴² Né la direttiva c.d. Prospetti (2003/71/CE), né la c.d. Mifid (2004/39/CE), né la c.d. *Transparency* (2004/109/CE), né la c.d. seconda direttiva Prospetti (2010/73/CE) contengono riferimenti che suggeriscano di estendere ai soggetti che controllano l'emittente quotato gli obblighi di comunicazione relativi alle informazioni *price sensitive*.

tenore letterale originario della norma, potevano gravare sia sull'emittente quotato sia sulla controllante non quotata¹⁴³. La dottrina¹⁴⁴ aveva elaborato il criterio che potremmo definire del soggetto obbligato "in via primaria¹⁴⁵": vale a dire che, tra i due obbligati, vi sarebbe stato un obbligato principale – e secondo Annunziata non poteva trattarsi che dell'emittente quotato – mentre a carico dell'altro soggetto l'obbligo sarebbe sorto soltanto qualora l'obbligato in via primaria non avesse proceduto alle comunicazioni obbligatorie in tempi ragionevoli. Quindi qualora tale obbligato avesse provveduto effettivamente ed esaurientemente alla divulgazione del fatto *price sensitive*, l'altro soggetto eventualmente tenuto non avrebbe dovuto provvedere a comunicare al mercato informazioni già diffuse.

La criticità appena esaminata era senza dubbio esistente, ma non sufficiente a giustificare l'intervento "ortopedico" del legislatore.

Volendo dunque tentare di ricostruire la *ratio*¹⁴⁶ della restrizione ai soli emittenti quotati, sembra utile procedere nella seguente maniera: (i) coordinare la novità *de qua* con le altre modifiche recate dal d. lgs. 184/2012; (ii) coordinare la novità con il contrappeso introdotto dalla medesima riforma; (iii) volgere infine lo sguardo, in chiave di confronto, alla disciplina dei patti parasociali nelle società quotate.

¹⁴³ Nel caso di controllante quotata si applicava il 2° comma dell'art. 114 TUF, che conferiva (cosa che avviene tuttora) alla controllante poteri informativi assai penetranti nei confronti delle controllate, a differenza del caso della controllante non quotata. La questione della duplicazione degli obblighi informativi si pone ancora oggi nell'ipotesi di capogruppo e controllate tutte quante quotate: il problema (spesso solo apparentemente tale, come abbiamo già notato) è stato affrontato sopra commentando il 2° comma dell'art. 114.

¹⁴⁴ F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni...*, cit., p. 409.

¹⁴⁵ L'espressione è di Annunziata.

¹⁴⁶ Al momento non esiste dottrina sul punto. Devo lo schema concettuale di questa parte del paragrafo quasi integralmente al prof. Francesco Barachini; eventuali errori sono imputabili a me soltanto.

Per quanto attiene al primo punto, l'art. 114, 3° comma TUF¹⁴⁷ concede agli emittenti la facoltà, sotto la loro responsabilità, di «ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza»: la norma, introdotta dalla riforma del 2005 (l. 62/2005, c.d legge comunitaria del 2004, che ha recepito la disciplina europea sugli abusi di mercato) riconosce un generale potere, in capo agli emittenti, di tutelare il proprio interesse alla riservatezza, purché ricorrano due condizioni. In primo luogo il ritardo nella diffusione delle informazioni di cui all'art. 114.1 non deve indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali; allo stesso tempo l'emittente deve garantire la riservatezza dell'informazione che ha inteso non divulgare immediatamente. L'intervento del d. lgs. 184/2012 ha inserito nel corpo del 3° comma della disposizione in commento un inciso, cosicché oggi la norma recita che gli emittenti possono «ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, *al fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi*¹⁴⁸, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob ...». L'inserzione dell'inciso *de quo* non stravolge la fisionomia della norma, rende tuttavia subordinato il ritardo nella divulgazione al fine di non arrecare pregiudizio agli interessi legittimi dell'emittente stesso: in altri termini il legislatore ha inteso porre un ulteriore (rispetto ai due già messi in luce)

¹⁴⁷ Per un commento più dettagliato del 3° comma della norma si veda il successivo capitolo della tesi.

¹⁴⁸ Il riferimento al pregiudizio ai legittimi interessi dell'emittente costituisce una formula tratlazia, le cui origini si rinvergono nella disposizione contenuta nel punto 5a dello Schema C allegato alla direttiva n. 79/279/CEE in materia di coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori, ove era stabilito che «Le autorità competenti possono tuttavia dispensare la società dall'osservanza di tale obbligo, qualora la diffusione di alcune informazioni arrechi pregiudizio agli interessi legittimi della società».

limite alla tutela della riservatezza, in quanto ha vincolato il potere in commento al perseguimento di un fine soltanto. Potremmo giungere alla conclusione, argomentando *a contrario*, che – sebbene sul punto non si sia ancora sedimentata una sufficiente casistica e non sia trascorso tempo sufficiente per contributi chiarificatori della dottrina – qualora l’interesse sociale che si intende proteggere non sia legittimo¹⁴⁹, non sia cioè riconosciuto e tutelato da una qualsivoglia norma positiva, non operi la facoltà di ritardare la comunicazione al pubblico, prevalendo sul diritto sociale alla riservatezza degli affari la contrapposta esigenza del mercato alla più ampia informazione. Quale che sia il significato esatto da attribuire all’inciso in parola, risulta evidente la volontà del legislatore di offrire tutela all’interesse privato alla riservatezza, contemperandolo con il diritto all’informazione del mercato.

Proseguendo nell’intento di coordinare l’espunzione al 1° comma dell’art. 114 TUF con le altre modifiche operate dal d. lgs. 184, si deve notare che la novella dell’art. 115-*bis* TUF ha fatto venir meno l’obbligo, a carico dei soggetti che controllano emittenti quotati, di istituire un registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate di cui all’art. 114, 1° comma.

Si consideri infine che il d. lgs. 184 è intervenuto anche sull’art. 120 TUF (relativo agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti), abrogando il 3° comma dell’articolo: è così venuto meno l’obbligo a carico dell’emittente azioni quotate di comunicare alla società partecipata e alla Consob l’acquisizione di partecipazioni superiori al 10% del capitale in società per azioni non quotate e in società a responsabilità limitata. Sembra in tal caso evidente che il legislatore abbia inteso ridurre l’area soggetta a trasparenza, e abbia fatto guadagnare terreno al diritto

¹⁴⁹ Per un’analisi più approfondita della questione si rinvia al paragrafo secondo del capitolo successivo.

alla riservatezza e al segreto in ordine a ciò che avviene all'interno della compagine del gruppo.

Cercando quindi di tirare le somme individuando il *trait d'union* delle tre modifiche appena citate, non sembra azzardato concludere che il legislatore abbia voluto dare rilievo all'interesse privato alla riservatezza: abbiamo già infatti notato¹⁵⁰ come alla radice dell'intervento regolatore pubblico in tema di informazione societaria vi sia l'opposizione immanente al sistema del diritto societario e finanziario tra diritto all'informazione e diritto alla riservatezza, e come tutta la disciplina positiva nasca all'esito del bilanciamento di questi due beni giuridici perfettamente contrapposti. La storia del diritto finanziario nel nostro Paese ha visto prevalere talora l'uno e talora l'altro dei due: la tendenza inaugurata dal legislatore del 2005 – e confermata da quello del 2012 – sembra andare in direzione di una considerazione e tutela dell'interesse sociale alla riservatezza maggiore rispetto alla disciplina previgente. Dato che in verità non stupisce, se solo si considera che l'epoca attuale è dominata dalla comunicazione effettuata con enorme facilità e rapidità attraverso vie telematiche, e che tale sistema di circolazione delle informazioni (di qualsiasi tipo esse siano) rischia di lasciare senza cittadinanza il diritto alla riservatezza.

Procedendo all'esame del secondo profilo, si deve notare che, se da un lato il legislatore ha ridotto l'area dell'informazione continua all'interno del gruppo societario restringendo la portata soggettiva della norma in commento mediante l'eliminazione dei soggetti che controllano emittenti quotati, dall'altro lato ha mantenuto fermo il potere della Consob di richiedere a detti soggetti la pubblicazione di notizie e documenti da essa ritenuti necessari allo scopo di assicurare un'adeguata informazione al pubblico. Non si è in altri termini arrecato un *vulnus* al sistema delle

¹⁵⁰ Nel capitolo primo.

comunicazioni al pubblico, in quanto, se è senza dubbio innegabile che i soggetti che controllano emittenti quotati non sono più tenuti a divulgare senza indugio le informazioni *price sensitive*, risulta parimenti innegabile che tali soggetti possono essere chiamati a divulgare le medesime informazioni solo che l'organo di vigilanza dei mercati finanziari ne ravvisi l'opportunità: sussiste quindi un idoneo contrappeso alla riforma operata dal legislatore del 2012.

Passando infine ad affrontare il terzo ed ultimo profilo dello schema sopra delineato, risulta interessante operare un confronto rivolgendo l'attenzione alla disciplina dei patti parasociali nelle società quotate contenuta nell'art. 122 del TUF.

È cosa nota che detti patti abbiano vissuto una vicenda travagliata nel nostro ordinamento, a causa del silenzio del legislatore – fonte, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, di forti dubbi sulla validità¹⁵¹ dei medesimi –, che è stato rotto solo con la prima legge sull'o.p.a.¹⁵² (l. n. 149 del 1992, modificata¹⁵³ dalla l. n. 474 del

¹⁵¹ La giurisprudenza, inizialmente attestata su posizioni di chiusura in ordine ai patti parasociali, era progressivamente arrivata ad ammetterne la validità, purché fossero stati conclusi all'unanimità e con oggetto e limiti di durata ben determinati.

In dottrina si osservavano invece posizioni originariamente molto più diversificate, che si sono tuttavia ravvicinate col passare del tempo, finendo per convergere – salvo qualche autorevole voce di dissenso – nella direzione della validità degli accordi. Pare oggi possibile affermare che tali patti siano leciti e validi sia in riferimento all'ordinamento societario, sia con riguardo all'ordinamento dei mercati finanziari. Per riferimenti bibliografici per la ricostruzione del vivace dibattito dottrinale si rinvia a P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 138 e a M. PINNARÒ, sub art. 122-123, p. 1662.

¹⁵² La l. n. 149 prevede l'inefficacia dei patti di voto, di blocco o per l'acquisto concertato, nel caso in cui non fossero stati integralmente adempiuti gli obblighi pubblicitari dalla medesima stabiliti. Sebbene sia innegabile che il legislatore si fosse sottratto al non facile compito di dare una definizione compiuta della nozione di patto parasociale, è agevole comprendere come – a seguito di detto intervento normativo – si fosse venuta a creare una legittimazione almeno in relazione agli accordi espressamente nominati: se infatti l'ordinamento avesse inteso negare validità a qualsiasi patto, si dovrebbe concludere che la norma contenuta nella prima legge o.p.a. sarebbe stata perfettamente inutile.

La questione della definizione della nozione di accordo parasociale non può tuttora dirsi risolta, in quanto né il TUF né le due disposizioni *in parte qua* inserite nel codice civile nel 2003 si sono occupati di chiarire i limiti entro i quali tali accordi possono essere validamente stipulati, avendo invece optato per la tecnica (talora discutibile) della tipizzazione di alcuni di essi soltanto.

1994), alla quale è seguita la più compiuta disciplina degli artt. 122 e 123 TUF, e – da ultimo – quella di diritto comune¹⁵⁴, racchiusa negli artt. 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c.

La dottrina aveva infatti osservato come l’istituto dei patti parasociali mostrasse dei pericolosi profili di incompatibilità con uno dei principi fondamentali del diritto delle società quotate e dei mercati finanziari¹⁵⁵, in base al quale il rapporto tra controllo e investimento nel capitale di rischio deve rispondere ad un criterio di proporzionalità¹⁵⁶, criterio che è violato dagli accordi contrattuali in commento, allorché essi creino forme di controllo societario che restano nell’ombra, generando un disallineamento tra la reale concentrazione del controllo e quella invece apparente all’esterno nel mercato. Pare pertanto evidente – alla luce di tale considerazione –

Sulla giurisprudenza è stato pertanto riversato l’improbabile compito di delimitare il perimetro di validità dei patti parasociali; tuttavia non risulta che ad oggi sia stata data una chiara e soddisfacente definizione nemmeno da parte dei giudici.

Non è questa la sede appropriata per esaminare così ampia questione: si rinvia per completi riferimenti bibliografici al ponderoso contributo di G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, in *Quad. giur. comm.*, n. 251, Milano, 2003, *passim* e a V.V. CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008, *passim*.

¹⁵³ Tale legge è stata infine abrogata a seguito dell’emanazione del TUF.

¹⁵⁴ La disciplina sulla pubblicità di cui all’art. 2341-*ter* si applica agli emittenti azioni diffuse, i quali erano tenuti – già prima della riforma del diritto societario del 2003 – alla diffusione al pubblico dei patti parasociali, in quanto fatti *price sensitive*, in forza del richiamo all’articolo 114 del TUF effettuato dall’art. 116 (e – a seguito della delibera Consob n. 14990 del 14 aprile 2005 – più specificamente dall’art. 109-*bis* del reg. Emittenti). Non si tratta in ogni caso di duplicazione di obblighi pubblicitari, stante la diversa finalità che perseguono le due norme: l’art. 2341-*ter* trova la propria collocazione in una dimensione endosocietaria, è cioè volto ad una capillare ed esauriente informazione del socio non aderente all’accordo, mentre le norme del TUF e del reg. Emittenti mirano ad informare succintamente il mercato, comunicando solo per estratto l’esistenza del patto. Così intende V.V. CHIONNA, cit., p. 163 ss., approfondendo la questione ed argomentandola in modo assai interessante.

¹⁵⁵ Così G. ROSSI, *Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1353 ss.

¹⁵⁶ Non trascura, sul versante del diritto delle società quotate, il conflitto di interessi inevitabilmente generato da tali accordi G. ROSSI (*Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1320 ss.), secondo il quale essi favoriscono condotte opportunistiche dei soci paciscenti, concludendo che i patti parasociali hanno una finalità sostanzialmente contraria, o quanto meno parallela, alla struttura legittima e tipica delle società di capitali.

che i patti parasociali, per la loro stessa natura, collidano frontalmente con il principio della trasparenza – cardine di ogni disciplina dei mercati finanziari –, preordinata alla tutela dell'ordine del mercato nonché degli investitori, che hanno tutto l'interesse a conoscere il reale assetto del controllo dell'emittente e a non essere fuorviati da false apparenze, potendo in tal modo procedere a corrette e ponderate scelte di investimento o disinvestimento.

Proprio per tali ragioni, allorché l'ordinamento ha preso consapevolezza che il fenomeno in commento era largamente diffuso nella prassi e, conseguentemente, necessitava di una disciplina positiva, il legislatore vi ha proceduto – con riguardo alle società quotate – condizionandone la validità ad una pluralità di penetranti adempimenti pubblicitari.

L'art. 122 del TUF – applicabile alle sole società quotate, com'è ovvio – elenca sei¹⁵⁷ tipologie di accordi parasociali, sottoposti ad un particolare regime di pubblicità¹⁵⁸, alla cui violazione conseguono la sanzione della nullità dei patti e quella del divieto di esercizio del diritto di voto inerente alle azioni oggetto dei medesimi patti.

Si tratta degli accordi, a prescindere dalla forma in cui sono stipulati, (i) che hanno ad oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano (c.d. sindacati di voto); (ii) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano (c.d. patti di consultazione); (iii) che pongono limiti al trasferimento delle «relative azioni» o degli strumenti finanziari

¹⁵⁷ Nella versione originaria del TUF i patti tipizzati dal legislatore erano cinque: il d. lgs. 229/2007 ha inserito nel 2° comma dell'art. 122 – con la lett. *d-bis*) – un ulteriore tipo.

¹⁵⁸ Gli obblighi pubblicitari, *ex art. 122.1 TUF*, consistono in: (i) comunicazione alla Consob; (ii) pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana; (iii) deposito presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale; (iv) comunicazione alla società le cui azioni quotate sono oggetto del patto.

che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle medesime (c.d. sindacati di blocco); (iv) che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; (v) che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società; e infine (vi) che hanno lo scopo di favorire o contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta.

La disciplina prevista all'art. 122 si applica – abbiamo detto – *de plano* alle società con azioni quotate: qualche ulteriore precisazione merita la questione della riferibilità anche alle società che controllano un emittente quotato. Se, infatti, – per quanto attiene ai sindacati di voto e ai patti di consultazione – la lettera della disposizione non dà adito a dubbi, essendo espressamente indicate sia le società quotate sia quelle che le controllano¹⁵⁹, con riguardo alle restanti tipologie di accordi parasociali tale conclusione si può raggiungere solo per via interpretativa¹⁶⁰.

Per quanto concerne i patti di cui al punto (v), il discorso pare abbastanza immediato: se, infatti, rileva che tali accordi abbiano «per effetto» l'esercizio di una influenza dominante su una società con azioni quotate, risulta agevole comprendere come la disposizione si applichi anche alla società che controlla la quotata, allorché il patto, seppur stipulato nell'ambito della controllante, determini “a valle” l'effetto ora visto. Altrettanto lineare è il percorso interpretativo che consente di giungere a conclusioni analoghe con riferimento agli accordi di cui al profilo (vi). La fattispecie dell'accordo volto a favorire o a contrastare l'o.p.a. può senza dubbi maturare ed essere stipulata in seno alla società controllante, senza sostanziali differenze nel

¹⁵⁹ Risulta irrilevante il tipo di società controllante la società quotata.

¹⁶⁰ In tal senso si esprime M. PINNARÒ, sub art. 122-123, p. 1683 ss.

risultato rispetto all'ipotesi di accordo concluso direttamente tra i soci dell'emittente quotato.

Passando all'esame dei profili sub (iii) e (iv) – previsti, rispettivamente, alla lett. *b*) e *c*) del 5° comma del 122 – si deve notare che entrambe le fattispecie (la seconda fa espresso rinvio alla prima) si riferiscono, tramite il nesso «relative azioni», a quelle di società quotate di cui alla lett. *a*) del medesimo comma. Volendo attenersi alla lettera di tali disposizioni, i patti parasociali conclusi tra i soci di società che controllano una quotata resterebbero esclusi dagli obblighi di pubblicità di cui alla disciplina in commento. Tale conclusione non convince, per le stesse ragioni esposte in relazione ai profili sub (v) e (vi): non è infatti difficile accorgersi come, analogamente ai due casi sopra esaminati, ciò che rileva – nell'ottica del legislatore – è il risultato oggettivamente scaturente dalla pattuizione, e non già la sede in cui essa viene conclusa. In altri termini pare irrilevante che l'accordo parasociale riconducibile ad uno dei sei casi tipizzati¹⁶¹ dall'art. 122 abbia ad oggetto direttamente la società quotata oppure tramite la sua controllante.

Ulteriore conferma di tale linea ermeneutica proviene dal confronto¹⁶² con la normativa di diritto comune: nell'art. 2341-*bis* c.c. le ipotesi tipiche (ricondotte a tre soltanto) si riferiscono anche alle società controllanti.

¹⁶¹ Al di fuori di questi sei casi, gli obblighi di pubblicità saranno riconducibili nell'alveo delle comunicazioni al pubblico di fatti *price sensitive* disciplinate dal 1° comma dell'art. 114 TUF. Si veda a tal proposito V.V. CHIONNA, cit., p. 163 ss.

¹⁶² Ritengo utile e significativo il confronto – stante l'identità di *ratio* sottesa –, pur nella consapevolezza della reciproca indipendenza sussistente tra il nucleo normativo del TUF e quello contenuto nel codice civile: è infatti noto che il d. lgs. n. 37 del 2004 (c.d. decreto di modifica e coordinamento della riforma del diritto societario) ha sancito – ponendo fine al dibattito in dottrina – l'autonomia delle due fattispecie e delle relative discipline, con l'introduzione del comma 5-*bis* nell'art. 122 TUF, in forza del quale «ai patti di cui al presente articolo non si applicano gli articoli 2341-*bis* e 2341-*ter* del codice civile».

L'unico limite, a tal proposito, che si può configurare è quello dell'inapplicabilità della disciplina di cui all'art. 122 nel caso di patto concluso tra i soci della società controllante che non espliciti alcun effetto né conseguenza in riferimento alla controllata quotata.

In conclusione, riallacciando le fila con il discorso che stavamo conducendo – nel tentativo di ricostruire l'intento che ha animato il legislatore del d. lgs. 184 del 2012 –, mette innanzitutto conto notare che, a seguito della riforma appena citata, gli obblighi di pubblicità dei patti parasociali dettati dall'art. 122 TUF continuano a gravare anche sulle società che controllano emittenti quotati.

Resta dunque da chiedersi quale sia il bilanciamento di valori in esito al quale il legislatore abbia mantenuto ferma tale soluzione.

La logica sulla quale si fonda qualsiasi patto parasociale è quella di conferire un indirizzo comune e unitario all'azione dei soci aderenti al patto, allo scopo di dare maggiore solidità e incisività ai poteri detenuti, sia che si tratti di soci di maggioranza (ove il dato appare chiarissimo), sia di soci di minoranza: risulta evidente che l'esigenza principale dei pattisti si identifichi con la segretezza dell'accordo stipulato, con l'interesse alla riservatezza. Il pericolo cui si andrebbe incontro tutelando le sole istanze dei pattisti appare altrettanto evidente: la società quotata diverrebbe un'entità opaca, nella quale – in primo luogo – non sarebbe possibile individuare chi è in grado di indirizzare il governo della società «per via obbligatoria (contratto) e non più reale (proprietà)»¹⁶³, e – inoltre – l'assemblea si ridurrebbe ad

¹⁶³ In tali termini si esprime V.V. CHIONNA, cit., p. 232, ove osserva che la caduta del segreto dei patti parasociali e l'assoggettamento ad un regime di pubblicità analogo a quello disposto per le partecipazioni rilevanti e reciproche, ha reso la negoziazione delle azioni di società quotata più rispondente al canone della correttezza, e – contemporaneamente – ha assicurato la compatibilità tra lo strumento contrattuale (l'accordo parasociale) di governo societario e l'ordinamento del mercato finanziario, ciò che significa armonizzazione tra regole di diritto societario e regole di mercato.

occasione di mera ratifica di decisioni adottate già altrove, all'ombra di un accordo noto solo agli aderenti.

Con tale esigenza di riservatezza si scontrano frontalmente le istanze di tutela della trasparenza sui mercati finanziari, dalle quali dipendono strettamente la possibilità per l'investitore di operare corrette e ponderate scelte di investimento o di disinvestimento e l'ordinato svolgersi della vita dei mercati stessi. Non è infatti difficile intuire come l'asimmetria informativa – derivante dalla segretezza del patto parasociale – tanto tra i pattisti e gli altri soci attuali non aderenti, quanto tra i pattisti e i potenziali soci che si aggirano sul mercato, arrechi un *vulnus* alla trasparenza informativa, dando origine ad uno stock di informazioni pericolosamente decettivo.

Orbene, con tali premesse risulta agevole capire come l'ordinamento abbia inteso dare il massimo peso possibile al bene giuridico della trasparenza a detrimento della riservatezza, e – parimenti – appaiono perspicue le ragioni in forza delle quali il legislatore, con il d. lgs. 184/2012 non abbia potuto – con riferimento alla disciplina dei patti parasociali nelle quotate¹⁶⁴ – dare alcun tributo agli interessi facenti capo all'autonomia privata e alle connesse istanze di segretezza dell'attività dei privati.

¹⁶⁴ Per esigenze di completezza del discorso, pur nella consapevolezza che ciò esula dall'argomento della tesi, pare interessante notare come il legislatore abbia operato un diverso bilanciamento tra i due interessi contrapposti (riservatezza e trasparenza) nel caso delle società con azioni diffuse e nelle s.p.a. "chiuse". Confrontando il sistema pubblicitario del TUF con quello di diritto comune, possiamo ricostruire tre differenti livelli di garanzia della pubblicità degli accordi parasociali. Se vogliamo immaginare una ipotetica sequenza progressiva, al livello zero (art. 2341-*bis* c.c.) troviamo le s.p.a. chiuse, con riguardo alle quali il legislatore ha dato massimo spazio all'interesse sociale alla riservatezza, senza concedere alcunché alla trasparenza, che non è sembrata necessaria stante l'assenza di rischi connessi al deficit informativo, assenza derivante dal mancato ricorso al mercato del capitale di rischio. Non si pone infatti in tal caso alcun conflitto tra regole di mercato e regole di governo dell'emittente, non sussistendo alcun interesse da parte del mercato all'individuazione di coloro che possono influire sulla gestione della società e dai quali – conseguentemente – dipenderà la proficua (o meno) allocazione delle risorse raccolte presso il pubblico dei risparmiatori.

Al primo livello troviamo il sistema di pubblicità dettato con riferimento alle s.p.a. con azioni diffuse: in tal caso l'ordinamento ha tenuto conto del fatto che tali società, pur non avendo azioni quotate nei mercati regolamentati, sono in ogni caso "aperte" al finanziamento del mercato, circostanza che impone di dare un certo rilievo alle istanze di trasparenza. La trasparenza verso il mercato in tale

ambito è stata assicurata dall'art. 116 del TUF (che rinvia agli obblighi informativi di cui all'art. 114), e, successivamente, dall'art 109-*bis* del reg. Emittenti. Alla trasparenza verso i soci estranei al patto ha invece provveduto la pubblicità disposta dall'art. 2341-*ter*, come già accennato sopra, la quale, volendo istituire un parallelismo, si pone nel solco dell'art. 130 (che si applica alle sole quotate), esplicando i propri effetti principalmente in una dimensione endosocietaria di informazione del socio, che è in tal modo messo nella condizione di esercitare consapevolmente i propri diritti sociali ed, eventualmente, procedere al disinvestimento. Si veda in merito, per una più completa analisi della questione, V.V. CHIONNA, cit., p. 230 ss. e p. 158 ss.

Al secondo e ultimo livello di tutela troviamo il sistema pubblicitario dei patti parasociali collegati a società quotate, in cui il bilanciamento tra riservatezza e trasparenza vede la netta prevalenza della seconda, per le ragioni sopra esposte: ne risulta una *disclosure* totale degli accordi in discorso, per esigenze di tutela sia del socio non aderente al patto, sia – e soprattutto – dei terzi estranei alla società, vale a dire il mercato.

CAPITOLO III

L'ART. 114 TUF: IL CONTENUTO DEGLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE

1. L'INFORMAZIONE CONTINUA: LA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

Già si è detto¹⁶⁵ che gli obblighi di informazione continua sono stati introdotti nel nostro ordinamento tramite la l. n. 157/1991¹⁶⁶ (c.d. legge sull'*insider trading*), circostanza che mette in luce in modo chiaro il legame sussistente tra le due discipline: è stato infatti da più parti¹⁶⁷ registrato come il fenomeno dell'*insider trading* costituisca l'estrema conseguenza di una situazione di asimmetria

¹⁶⁵ Nel primo paragrafo del capitolo precedente.

¹⁶⁶ La legge parlava di «informazione riservata» e all'art. 3 affermava che per tale dovesse intendersi quell'«informazione specifica di contenuto determinato, che non sia stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari, e che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo». Tale definizione è stata traspota – sostanzialmente immutata tranne che con riguardo all'attributo riferito all'informazione, divenuta ora «privilegiata» – nell'art. 180 del TUF in vigore fino alla novella del 2005.

¹⁶⁷ Si veda, ad esempio, S. GILOTTA, sub art. 114, p. 1154 ss.; R. LENER, *La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le società*, 1999, p. 143 ss.

informativa nell'ambito del mercato finanziario, che si realizza tramite l'utilizzo abusivo di informazioni note solo ad alcuni soggetti, in ragione della posizione da essi rivestita all'interno della società emittente, posizione grazie alla quale essi hanno un accesso anticipato e privilegiato a dati e notizie destinati ad essere successivamente divulgati. In tale prospettiva, risulta innegabile che la disciplina sull'informazione continua ricopra un ruolo – potremmo dire – ancillare e di prevenzione rispetto alla repressione dell'abuso di informazioni privilegiate: se, da un lato, pare infatti chiara la *ratio* di quest'ultima fattispecie di reato, che mira ad assicurare – all'interno del mercato finanziario – una condizione di parità di *chances* a tutti i soggetti che vi operano, dall'altro sembra altrettanto evidente che gli obblighi di informazione continua sono preordinati a minimizzare l'asimmetria informativa (grazie alla quale si realizza l'*insider trading*), imponendo la divulgazione tempestiva di dati e notizie che altrimenti rischierebbero di essere abusivamente utilizzati dagli *insider* per effettuare operazioni finanziarie “a rischio zero”.

Se, dunque, il nesso tra *insider trading* e informazione continua risulta stretto e risalente, e confermato di recente dal legislatore¹⁶⁸, pare francamente riduttivo inquadrare la seconda esclusivamente all'interno di un rapporto di mezzo a fine rispetto al primo: non è infatti difficile intuire come la trasparenza e l'informazione al mercato siano beni giuridici meritevoli di autonoma considerazione e di tutela, soprattutto nell'ottica di assicurare un ordinato svolgimento delle attività nel mercato finanziario, di massimizzare l'afflusso di capitali necessari all'approvvigionamento finanziario delle imprese e ottimizzarne l'allocazione, e – non ultimo – di offrire

¹⁶⁸ Mi riferisco alla l. n. 62/2005, che ha introdotto nel primo comma dell'art. 114 TUF il rinvio all'art. 181 per quanto concerne la nozione di informazione privilegiata.

protezione ai singoli risparmiatori-investitori, consentendo loro di valutare attentamente la convenienza dell'investimento (o del disinvestimento).

Pertanto, se l'informazione continua gioca sicuramente un ruolo anti-*insider trading*, assolve senza dubbio anche, indubbiamente, la funzione di rendere i prezzi degli strumenti finanziari negoziati sul mercato secondario¹⁶⁹ sempre attuali ed aggiornati, consentendo la tempestiva incorporazione dell'informazione nel prezzo dello strumento stesso.

Questo aspetto, per così dire, di autonomia rispetto alla disciplina sull'*insider trading* non è sfuggito al legislatore del TUF, che ha – conseguentemente – assegnato alla disciplina sull'informazione continua una *sedes materiae* distinta, a differenza di quanto era avvenuto con la l. n. 157/1991, sottolineando in tal modo anche la crescente importanza che detta disciplina andava progressivamente assumendo.

¹⁶⁹ L'informazione continua, ad una prima analisi, sembrerebbe esprimere la propria fondamentale utilità nell'ambito del mercato secondario, in quanto, in quello primario, tale funzione (di consentire la corretta valutazione dell'investimento) è assolta dal prospetto informativo. Ad una attenta osservazione non sfugge, tuttavia, che mercato primario e secondario sono intimamente legati e interferenti l'uno con l'altro. L'efficienza, infatti, del mercato secondario, in grado di reagire rapidamente alla divulgazione di informazioni nuove e di incorporarle tempestivamente nei prezzi degli strumenti, ha forti riverberi anche sul mercato primario, in quanto l'investitore sarà disposto a sottoscrivere un dato strumento per un certo prezzo solo nell'ipotesi in cui abbia la sicurezza dell'affidabilità e correttezza del meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato secondario, all'interno del quale egli negozierà il proprio titolo allorché vorrà procedere al disinvestimento. Non è difficile capire come, nell'ipotesi di rischio derivante da un mercato secondario inefficiente, l'investitore procederà alla sottoscrizione solo per un prezzo inferiore rispetto a quello stabilito dal mercato primario, farà in altri termini scontare a quest'ultimo l'inefficienza del primo, derivante da cattiva o scarsa informazione: il prezzo infatti rappresenta una sintesi delle informazioni disponibili sul mercato, e se l'informazione è scarsa o di cattiva qualità il prezzo risulterà inattendibile e sarà concretamente disatteso. In tali termini si esprime C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, cit., p. 251 ss., il quale chiarisce (a p. 255) il concetto con un esempio indubbiamente icastico e di immediata comprensione: chi vende uova marce e lo dichiara, otterrà un prezzo inferiore rispetto a chi vende, sempre dichiarandolo, uova buone; il venditore di uova che non vorrà dichiarare se sono buone o marce, otterrà un prezzo intermedio tra i due precedenti, anche nell'ipotesi in cui siano tutte quante buone, in quanto l'incompletezza delle informazioni divulgate sarà incorporata dal (minore) prezzo.

Il 1° comma dell'originario art. 114 del TUF disponeva che gli emittenti quotati e le loro controllanti informassero il pubblico dei fatti, che accadevano nella loro sfera di attività, «non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari»: in tal modo erano definiti i c.d. fatti rilevanti oggetto degli obblighi di comunicazione al pubblico, senza alcun rinvio alla nozione di informazione privilegiata tratteggiata dalla definizione – contenuta¹⁷⁰ sempre nel TUF – del reato di *insider trading*. La prassi applicativa aveva evidenziato alcune difficoltà di coordinamento tra le due discipline, e segnatamente tra le due nozioni¹⁷¹, che nonostante l'autonomia formalmente ottenuta continuavano ad avere – come si è appena segnalato – significativi legami concettuali.

¹⁷⁰ All'articolo 180 della versione originaria del Testo unico.

¹⁷¹ Nel caso, ad esempio, di operazioni di M&A, attentamente analizzate dalla dottrina (si veda P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338 ss., ove l'Autore ricostruisce puntualmente il dibattito dottrinario), trattandosi di fattispecie c.d. a formazione progressiva, in cui al risultato finale della fusione o dell'acquisizione si arriva solo in esito a lunghe trattative e ad una serie di fasi prodromiche e preparatorie, ci si chiedeva se una data informazione rilevasse ai sensi e per gli effetti di entrambe le discipline.

Un primo orientamento ermeneutico (Bartolena, Lener, Mucciarelli) riteneva che la medesima informazione assumesse rilievo sia *ex art. 114* che *ex art. 180 TUF* (nella versione originaria), ciò che importava che al verificarsi dello stesso accadimento sorgessero sia gli obblighi di informazione continua sia il divieto di abuso di informazioni privilegiate. Tale equiparazione delle due nozioni aveva delle conseguenze pratiche notevoli: se, infatti, da un lato, ritenere rilevante ai fini dell'*insider trading* una mera attività propedeutica e prenegoziale – in ordine al cui esito positivo finale sussistono molte incertezze – rispondeva ad una condivisibile e chiara *ratio* di tutela di un bene giuridico prima ancora che esso subisca concreta aggressione (c.d. reato di pericolo), d'altra parte pareva eccessivo – se non addirittura nocivo – ritenere la medesima attività preparatoria rilevante anche *ex art. 114.1 TUF*, con il conseguente obbligo di comunicare al mercato una enorme serie di informazioni che lo inondano e finiscono per generare disinformazione e turbativa piuttosto che consentire una corretta e accurata ponderazione delle scelte di investimento o disinvestimento da parte degli investitori. Nel caso opposto, invece, in cui si intendesse evitare di oberare il mercato di informazioni potenzialmente inutili e si desse rilevanza solo a quelle relative ad operazioni ragionevolmente prossime alla conclusione e ben definite nei loro tratti essenziali, si rischiava di depotenziare la tutela penale contro l'*insider trading*, non potendosi assoggettare alla disciplina repressiva di quest'ultimo le notizie connesse alle fasi preparatorie di fattispecie a formazione progressiva.

Una diversa impostazione concettuale (Acerbi, Annunziata) era invece propensa a differenziare le due situazioni, onde fornire una efficace risposta alle diverse esigenze di tutela che si rinvenivano alla base delle due diverse discipline. Si ritenne quindi che il «fatto rilevante» *ex art. 114* e l'«informazione privilegiata» *ex art. 180 TUF* non fossero sovrapponibili – anche in forza della diversa terminologia

La legge comunitaria del 2004 (n. 62 del 2005), al fine di recepire la normativa europea in materia di abusi di mercato dettata dalle direttive 2003/6/CE e 2003/124/CE – rispettivamente direttiva di primo e secondo livello¹⁷² –, ha novellato entrambe le discipline, risolvendo alla radice il problema del loro (dis)allineamento: il 1° comma dell'art. 114 – per quanto concerne la definizione delle informazioni c.d. *price sensitive* – fa espresso rinvio alla nozione di «informazione privilegiata» formulata all'art. 181 del TUF¹⁷³, recitando che «gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate».

Giova, tuttavia, segnalare come – nonostante il diretto rinvio all'art. 181 operato dall'art. 114 – le due discipline non siano perfettamente sovrapponibili, stante la più ampia portata che caratterizza le informazioni sottoposte al divieto di *insider trading* rispetto a quelle soggette agli obblighi di divulgazione *ex art.* 114.1: ai sensi dell'art.

che il legislatore aveva inteso usare – e che si fondassero su due diversi presupposti. Conseguentemente, si giunse alla conclusione che le trattative e le attività propedeutiche a fattispecie a formazione progressiva (quali la fusione e l'acquisizione) non fossero fatti rilevanti *ex art.* 114, o – *rectius* – non sempre lo fossero, e dovessero essere pertanto comunicati al mercato solo nel caso in cui fosse ragionevolmente prevedibile l'esito positivo e fossero sufficientemente definiti i caratteri essenziali dell'operazione in corso. Le medesime trattative ed attività propedeutiche, invece, sebbene dalla fisionomia non ancora chiaramente definita e dall'esito ancora incerto, costituivano informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 180 TUF, ciò che vietava che fossero utilizzate dagli *insider*.

La riforma del 2005 – come vedremo esaminando il carattere della precisione delle informazioni privilegiate – non ha eliminato del tutto tali incertezze, stante la diversa formulazione del presupposto previsto dall'art. 66.1 reg. Emittenti e dall'art. 181.3 TUF.

¹⁷² La direttiva *Market abuse* rappresenta il risultato della prima completa applicazione della c.d. procedura di Lamfalussy, volta a razionalizzare e garantire un maggior coordinamento alla produzione normativa dell'UE in ambito finanziario (secondo le intenzioni del suo “inventore” doveva essere limitata al settore mobiliare, ma successivamente fu estesa anche a quello bancario e assicurativo). Essa si articola in quattro livelli, ciascuno dei quali, in estrema sintesi, deve dare attuazione a quello precedente elaborando una normativa più dettagliata.

Per quanto attiene al caso in discorso, la direttiva 2003/6/CE costituisce il primo livello e fissa i principi generali della regolamentazione, cui è stata data attuazione tramite le direttive di secondo livello 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE.

¹⁷³ A seguito della l. n. 62/2005 la disciplina non è più all'art. 180.

181, infatti, sono informazioni privilegiate quelle che riguardano «direttamente o indirettamente» un emittente, mentre le comunicazioni dovute in forza del 1° comma dell'art. 114 risultano limitate alle sole informazioni che riguardano «direttamente» l'emittente. Pare, quindi, evidente che la disciplina repressiva dell'*insider trading* presidi un'area operativa più estesa rispetto a quella delle comunicazioni al pubblico, con l'ovvia conseguenza che, se tutte le informazioni diffuse ai sensi dell'art. 114 saranno – per il fatto stesso di essere divenute pubbliche – sottratte al divieto di cui all'art. 181 (in ciò emergendo chiaramente il legame tra le due discipline), vi saranno altre informazioni irrilevanti alla stregua dell'art. 114 ma comunque sottoposte ai divieti dell'art. 181.

La divergenza tra le due nozioni non si limita a quella appena esaminata, ma si riscontra anche sotto altro aspetto, in conseguenza della normativa regolamentare adottata dalla Consob. Il reg. Emittenti, all'art. 66, 1° comma, prevede infatti che gli obblighi di comunicazione previsti dall'art. 114, 1° comma, debbano reputarsi adempiuti quando «al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio». L'art. 181, 3° comma, invece, richiede come presupposto non già il concreto verificarsi delle circostanze o dell'evento, ma anche la semplice possibilità che «si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà». Sul punto, niente affatto scontato, torneremo poco oltre.

Procedendo quindi all'esame della nozione di informazione privilegiata, ai sensi del 1° comma dell'art. 181 del TUF essa deve essere intesa come quella «informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più

strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari».

Gli elementi costitutivi che emergono dalla definizione, e al cui *close reading* procederemo di seguito, sono il carattere della precisione (i), la mancanza di pubblicità dell'informazione (ii), la necessità che l'informazione riguardi direttamente o indirettamente uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari (iii) e, infine, il carattere *price sensitive* dell'informazione (iv).

Per quanto attiene al primo profilo, il 3° comma dell'art. 181 specifica che l'informazione deve ritenersi precisa se «a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lett. a) sui prezzi degli strumenti finanziari».

La lett. a) scolpisce quindi il criterio della ragionevole prevedibilità¹⁷⁴ per stabilire se un complesso di circostanze o un evento verranno ad esistenza o meno, criterio che dovrà essere concretamente utilizzato dagli amministratori della società, il cui agire sarà valutato alla stregua della diligenza qualificata. Non è dunque necessario che l'evento o le circostanze siano completamente realizzati o formalizzati, essendo sufficiente che essi potranno ragionevolmente concretizzarsi in una informazione che possieda tutti i caratteri per essere considerata privilegiata.

¹⁷⁴ L'avverbio «ragionevolmente» utilizzato dal legislatore finisce per rendere labili i confini del criterio, rendendo la definizione assai sfumata: mette in luce tale difficoltà FR. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II)*, in *Diritto penale e processo*, 2005, p. 1465 ss.

Definito in tali termini, il criterio della ragionevolezza si espone ad alcune criticità in relazione alla disciplina delle comunicazioni al pubblico. In primo luogo rischia di ricondurre sotto il proprio raggio operativo una congerie di dati e notizie vaghi e destinati a non tradursi in niente di concreto, oberando¹⁷⁵ gli emittenti di incessanti attività di comunicazione e originando un fenomeno di eccesso¹⁷⁶ di informazione che, piuttosto che orientare¹⁷⁷ gli investitori ad effettuare ponderate e razionali scelte di investimento, finisce per ingenerare in essi confusione ed errate valutazioni. La qual cosa – anche ad esame superficiale – pare frustrare nettamente la *ratio* della disciplina positiva delle comunicazioni al pubblico, sembrando volta a dare un tributo all'opacità e al disordine anziché alla trasparenza, universalmente considerata un faro all'interno dei mercati finanziari.

In secondo luogo il criterio della ragionevolezza crea difficoltà di coordinamento con la disciplina regolamentare emanata dalla Consob: l'art. 66, 1° comma, del reg. Emittenti stabilisce che gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114.1 sono adempiuti quando il pubblico sia stato informato senza indugio «al verificarsi di un

¹⁷⁵ Si consideri altresì che la comunicazione al pubblico delle informazioni *price sensitive* comporta per l'emittente un costo (quello necessario per la raccolta delle informazioni) e un rischio (quello di rivelare ai propri *competitors* informazioni aziendali riservate). Nel caso in cui l'emittente si trovi ad operare in un settore che vede la presenza di numerose e “aggressive” imprese non quotate, obblighi informativi dai confini troppo ampi rischiano di creare effetti distorsivi della concorrenza, con il risultato di avvantaggiare i concorrenti dell'emittente quotato, che si gioveranno delle informazioni diffuse da quest'ultimo senza essere a loro volta tenuti a divulgare alcunché in relazione alle proprie attività. In conclusione, eccessivi obblighi di comunicazione al pubblico contribuiscono ad accrescere il c.d. scalino normativo tra società quotate e non quotate. Mette in luce tale pericolo A. MIGNOLI, *Quotazione e società*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 1167 ss.

¹⁷⁶ Per una disamina degli effetti negativi dell'*information overload* si rinvia al contributo di T. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003 (81), p. 417 ss.

¹⁷⁷ Le controindicazioni di un sovraccarico di informazioni sono sottolineate, e *pluribus*, da R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 54, che – a proposito del prospetto informativo relativo all'offerta al pubblico di prodotti finanziari – osserva come l'informazione risulti inadeguata non solo quando sia carente, ma anche quando sia eccessiva, risolvendosi tale sovrabbondanza in possibilità di retta intellesione solo da parte di soggetti dotati di particolari competenze in campo finanziario.

complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati». La disposizione regolamentare sembra individuare – quale presupposto dal quale sorgono gli obblighi informativi – una circostanza diversa rispetto a quella di cui all'art. 181.3: il riferimento al «verificarsi» di un evento *price sensitive* sembra richiedere che esso – appunto – si sia già verificato, sia accaduto in concreto, sebbene risulti mancante ancora la compiuta formalizzazione e ufficializzazione del medesimo. In altri termini, stando a tale impostazione esegetica, il regolamento Emittenti richiederebbe – ai fini dell'individuazione dell'informazione privilegiata da cui scaturiscono obblighi di comunicazione al pubblico – un *quid pluris* rispetto alla ragionevole prevedibilità di realizzazione dell'evento, con la conseguenza che la norma regolamentare sembrerebbe operare una modifica restrittiva – peraltro utile – rispetto alla definizione di informazione privilegiata offerta dall'art. 181, 3° comma. La qual cosa crea qualche imbarazzo all'interprete in ragione della gerarchia delle fonti del diritto, che sembrerebbe violata dal reg. Emittenti.

Si prospetta a tal proposito una possibile soluzione: quella di ritenere che il riferimento regolamentare a circostanze ed eventi realizzati «sebbene non ancora formalizzati» equivalga alla formulazione «che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà» dell'art. 181. I pregi di tale impostazione sono molteplici: oltre al rispetto della gerarchia delle fonti del diritto, si eliminerebbe la distonia tra la norma del regolamento Consob e il disposto dell'art. 181, ripristinando *in parte qua* una coerenza tra di essi. Sarebbero inoltre riconducibili nell'alveo dell'art. 114.1 – e pertanto soggetti a *disclosure* – quei fatti non ancora compiutamente realizzati ma in ordine ai quali sussistono ragionevoli probabilità di buon esito e di positiva conclusione, quali quelli che costituiscono le c.d. fattispecie a formazione

progressiva¹⁷⁸ (fusione, acquisizione, etc.) e rispetto ai quali il pubblico potrebbe avere un qualche interesse.

Allo stesso tempo tale soluzione mostra aspetti non del tutto convincenti: innanzitutto ragioni di ordine letterale e logico ostano ad una sovrapponibilità della disposizione regolamentare rispetto a quella legislativa. Non è difficile capire come – a meno di voler procedere a forzature logiche e linguistiche – altro è dire che un evento si è già realizzato, sebbene non sia ancora ufficializzato e formalizzato, ben altra cosa è affermare che si può ragionevolmente prevedere che il medesimo evento verrà ad esistenza: in un caso si versa nel dominio della realtà, nell'altro in quello della eventualità. In secondo luogo l'ampliamento – con tale soluzione ottenuto – del novero di informazioni privilegiate da sottoporre a *disclosure* ai sensi del primo comma dell'art. 114 va incontro ai rischi di eccesso¹⁷⁹ di informazione sopra segnalati scorrendo del criterio di ragionevolezza dell'art. 181.

¹⁷⁸ Stando a tale ricostruzione, nell'ambito del processo genetico che darà origine all'evento finale (obbligatoriamente *price sensitive*), saranno soggette agli obblighi di comunicazione le informazioni relative alle fasi prenegoziali solo a partire dal momento in cui il buon esito dell'operazione risulti ragionevolmente prevedibile. L'attività di *due diligence*, le lettere di intenti e i *memorandum of understandings* restano pertanto sottratte alla *disclosure* finché la loro funzione rimane circoscritta e si esaurisce nella fase delle trattative; saranno invece soggette a comunicazione allorché si profili la ragionevole probabilità che esse sfoceranno nell'operazione negoziale cui erano preordinate. Così intende L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa*, 2004, 234 ss., il quale sottolinea che le trattative – e a fortiori l'attività preparatoria delle medesime – non costituiscono oggetto di divulgazione in quanto non rappresentano alcun fatto compiuto dal carattere *price sensitive*.

¹⁷⁹ Qualora si volesse aderire a tale impostazione esegetica, al pari di quella – cui accenneremo poco oltre – che non attribuisce rilevanza al disposto dell'art. 66.1 del reg. Emittenti (anziché forzarne la lettera), diverrebbe necessario individuare dei validi correttivi che neutralizzino i pericoli derivanti da un eccesso di informazioni comunicate al mercato.

In primo luogo sembra opportuno valorizzare al massimo l'argine rappresentato dal requisito della c.d. sufficiente specificità (che esamineremo conclusa l'indagine sul criterio – *de quo* – c.d. della ragionevole prevedibilità) di cui alla lett. b) del 3° comma dell'art. 181 TUF, in quanto consente di evitare la divulgazione di informazioni che, stante la loro vaghezza e genericità, non hanno alcun impatto sul prezzo degli strumenti finanziari.

In secondo luogo si deve tener presente che l'informazione privilegiata da divulgare al pubblico sarà soltanto – stando al disposto del 1° comma dell'art. 114 – quella che riguarda «direttamente»

A questo punto si profilano due alternative: o si oblitera il disposto dell'art. 66.1 reg. Emittenti, evitando così di procedere a sovrapposizioni forzate e valorizzando – con i rischi che ne conseguono – la definizione offerta dal 3° comma dell'art. 181 cui rinvia direttamente l'art. 114.1, oppure si torna all'impostazione ermeneutica sopra indicata, più attenta al dato regolamentare e un po' meno a quello legislativo, e meritevole di ulteriori considerazioni.

Tale soluzione¹⁸⁰ crea – come abbiamo segnalato – qualche difficoltà con riguardo alla gerarchia delle fonti, che può tuttavia essere superata, almeno in parte, volgendo lo sguardo alla normativa comunitaria. La direttiva di secondo livello in materia di abusi di mercato (2003/124/CE) offre a tal proposito qualche elemento di conforto

l'emittente e le società da esso controllate, e non già quelle che concernono «direttamente o indirettamente» l'emittente. Sul punto ci soffermeremo più avanti.

In terzo luogo non è da dimenticare la possibilità – offerta dal 3° comma dell'art. 114 e che analizzeremo nel prosieguo del presente lavoro – di ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate, ricorrendo le condizioni ivi previste. Tale facoltà costituisce sicuramente un valido strumento nell'ottica di sottrarre agli obblighi informativi, sebbene solo per un certo lasso cronologico, dati e notizie non ancora compiutamente definiti nella loro fisionomia, che rischierebbero di riversarsi inutilmente sul mercato. Per ulteriori considerazioni e riferimenti bibliografici in merito si rinvia a E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, Torino, 2010, p. 70 ss.

Infine può essere utile ricorrere ad una considerazione di natura economica: così come ogni sistema, di fronte a qualche criticità, sviluppa i necessari anticorpi, in modo analogo i mercati finanziari hanno sviluppato delle figure altamente specializzate, in grado (auspicabilmente) di non lasciarsi trarre in inganno dall'alluvione informativa quotidianamente originata dagli emittenti, e pienamente capaci di destreggiarsi all'interno della congerie di dati e notizie incessantemente circolanti nel mercato. In tale ottica i rischi di disorientamento a carico del risparmiatore sono fortemente ridotti, in quanto egli potrà beneficiare dell'interpretazione e delle indicazioni fornite dagli investitori istituzionali e dagli analisti finanziari, i quali saranno in grado di mettere a disposizione dei piccoli investitori una serie di informazioni, per così dire, già sgrossate e metabolizzate. Pare altresì evidente, secondo tale prospettiva, che gli sforzi compiuti dagli emittenti per redigere comunicati che utilizzino un linguaggio semplice e accessibile anche al piccolo investitore (dotato di modeste competenze nel campo della finanza), siano inutili a livello pratico, in quanto costoro terranno in considerazione soprattutto le opinioni e i consigli provenienti dagli analisti finanziari. Per ulteriori dettagli e indicazioni bibliografiche in merito si rinvia a P. MARCHETTI, *I controlli sull'informazione finanziaria*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, vol. I, p. 143 ss.

¹⁸⁰ La soluzione è accolta senza dubbi da ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1500. I pregi e i limiti di tale lettura sono ampiamente illustrati da E. MACRÌ, cit., p. 69 ss., il quale tuttavia non mostra di preferirla rispetto a quella derivante da una lettura più aderente al combinato disposto degli artt. 114.1 e 181 TUF (e della quale segnala comunque i limiti).

rispetto a tale lettura: dopo aver affermato – al 1° comma dell’art. 1 – che un’informazione possiede il carattere della precisione qualora si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà¹⁸¹, la direttiva chiarisce – al 2° comma dell’art. 2 – che gli obblighi di comunicazione al pubblico si considerano ottemperati allorché, «al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, gli emittenti abbiano informato senza indugio il pubblico».

Si capisce, alla luce della fonte europea, come il nostro regolamento Emittenti, abbia pedissequamente tradotto all’interno dell’ordinamento italiano la disciplina comunitaria: in tale ottica il problema relativo al rispetto della gerarchia delle fonti appare ridimensionato, risultando evidente come l’operazione effettuata dalla Consob sia qualificabile come mera trasposizione di materiale normativo riveniente da una fonte – per così dire – apicale. Sarebbe forse stato auspicabile – con ciò evitandosi in radice la difficoltà in discorso –, sotto il profilo della tecnica legislativa, che la disposizione di cui all’art. 66.1 reg. Emittenti avesse avuto rango non già secondario ma legislativo.

Superata – seppur con i limiti ora accennati – tale questione, giova notare come dalla fonte europea si possa trarre un ulteriore argomento a favore della soluzione che stiamo esponendo: ad una attenta lettura dei citati commi degli artt. 1 e 2 della direttiva 2003/124, non sfugge che lo stesso legislatore comunitario abbia inteso fornire una nozione di informazione privilegiata non unica. La constatazione pare di

¹⁸¹ Tale definizione è penetrata *recta via* all’interno del 3° comma, lett. a), dell’art. 181 TUF.

non poco momento: se, infatti, già in sede europea¹⁸² quest'ultima nozione riceve una diversa definizione, a seconda che si abbia riguardo alla repressione dell'*insider trading* o all'ambito delle comunicazioni al pubblico, risulta più agevole supporre che anche il nostro legislatore abbia inteso – pur con la segnalata pecca – accogliere una distinzione analoga, con il risultato che, mentre in riferimento alle comunicazioni dovute ai sensi dell'art. 114.1 assumeranno rilievo solo eventi e circostanze già accaduti e concretizzati, sebbene non ancora formalmente ufficializzati, con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate rileveranno anche le fattispecie non ancora compiutamente realizzate, *in fieri*, purché sia ragionevole prevederne la futura verifica.

Tale lettura conduce quindi alla conclusione che la *reductio ad unum* della nozione di informazione privilegiata – rilevante *ex art. 114.1* ed *ex art. 181.3* –, salutata con favore dagli interpreti e attribuita alla novella del TUF conseguente alla l. n. 62/2005, non è – a quanto pare – così perfetta; conclusione che, tuttavia, non dispiace, in quanto non sembra irragionevole che il nostro legislatore, sulla scorta di quello europeo¹⁸³, abbia delineato un'area di più ampia operatività in relazione alla tutela

¹⁸² Dalla comunicazione n. 6027054 del 28 marzo 2006 si capisce che anche la Consob riconduce la bipartizione della nozione di informazione privilegiata già alla disciplina europea, sulla base della quale è poi stato “modellato” il TUF.

¹⁸³ Per esigenze di completezza segnaliamo che, in sede europea, nell'ambito dei lavori di revisione della *Market Abuse Directive* in corso da un paio di anni, la proposta di nuovo regolamento comunitario pubblicata nell'ottobre 2011 esprime la necessità e l'opportunità di formulare una distinzione tra la nozione di informazione privilegiata il cui abuso è vietato e quella che deve essere comunicata al mercato. La proposta contenuta nel regolamento (che, qualora approvato, andrà a sostituire la citata direttiva, senza bisogno di essere recepito nei singoli ordinamenti nazionali, com'è noto) suscita qualche perplessità, in quanto lascia immutata la nozione rilevante ai fini dell'informazione al pubblico, ampliando invece quella rilevante ai fini dell'*insider trading*: le conseguenze evidenti sono, da un lato, il rischio che al mercato pervengano informazioni relative ad operazioni che potrebbero non giungere a compimento, risultando quindi fuorvianti, dall'altro lato il pericolo che l'ampliamento dell'ambito operativo della disciplina anti *insider trading* rischi di rallentare e recare fastidioso intralcio all'attività (lecita) degli emittenti. Si veda a tal proposito M.

penale dell'*insider trading* – cosa del resto condivisibile sotto il profilo della politica criminale¹⁸⁴ – mentre abbia inteso restringere il novero delle informazioni da comunicare al pubblico, con l'evidente vantaggio di ridurre i segnalati rischi di sovrainformazione discendenti dall'altro orientamento ermeneutico, più attento alla lettera del diretto rinvio all'art. 181 operato dall'art. 114.1 TUF.

Questa impostazione, che è stata condivisa anche dalla Consob¹⁸⁵ e che ritengo nel complesso preferibile all'altra, pare concedere massimo spazio alle istanze di trasparenza – l'*information overload*, invece, finisce per ostacolarla – che innervano tutta la disciplina positiva dei mercati finanziari, risultando maggiormente (e utilmente) rispondente alla *ratio* di tutela dell'investitore e a quella di assicurare un

TONONI, *Le posizioni delle Autorità*, in *L'informazione societaria. Molti rumours per nulla*, in AGE, 2013, n. 1, p. 334 ss.

¹⁸⁴ Si rinvia per interessanti osservazioni in merito a S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa*, 2008, n. 3, p. 331 ss., il quale mostra di condividere questa lettura.

¹⁸⁵ Nei primi tempi di applicazione della disciplina derivante dal recepimento della normativa europea in tema di abusi di mercato, la Consob (nella comunicazione n. 6027054 del 28 marzo 2006) ha chiaramente mostrato di avallare tale lettura. Affrontando il tema degli eventi e circostanze rilevanti (66 reg. Emittenti), la Commissione ha precisato che «L'art. 66 del RE, riproducendo testualmente quanto disposto dalla direttiva comunitaria di livello 2 (Direttiva 2003/124/CE), chiarisce inoltre che gli obblighi di *disclosure* si considerano ottemperati "quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio". Tale previsione considera condizione necessaria e sufficiente ai fini dell'imposizione dell'obbligo di *disclosure* il concreto "verificarsi" degli eventi e circostanze, ancorché in assenza di formalizzazione; essa pertanto differisce dal disposto dell'art. 181 del TUF che definisce un'informazione di carattere preciso se si riferisce a un complesso di circostanze o eventi verificatisi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno. Stante questa premessa l'aggiunta della dizione "non ancora formalizzati", ha l'obiettivo di chiarire che sono incluse nell'area oggetto della previsione anche gli eventi o i complessi di circostanze, comunque già nella sostanza verificatisi, in relazione ai quali tuttavia manchi la definitiva ufficializzazione».

L'orientamento è poco dopo (nella citata comunicazione) confermato, allorché la Consob afferma, in tema di ritardo della comunicazione delle informazioni privilegiate, che «il ritardo potrà maturare soltanto a partire dal momento in cui si sia verificato un complesso di circostanze o un evento rilevanti ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF e dell'art. 66, comma 1, del RE. Prima di questo momento non sussistendo un obbligo di comunicazione non trova applicazione neppure la disciplina del ritardo».

corretto e ordinato svolgimento delle negoziazioni all'interno dei mercati stessi, tale che i risparmiatori sviluppino un atteggiamento di piena fiducia verso di essi.

Proseguendo con l'esame del «carattere preciso» dell'informazione privilegiata, chiarito il significato della ragionevole prevedibilità di cui alla lett. a) del 3° comma dell'art. 181 TUF, passiamo adesso ad affrontare l'elemento della c.d. specificità dell'informazione di cui alla lett. b) del medesimo articolo e comma.

Tale criterio stabilisce una soglia minima, al di sotto della quale l'informazione non può considerarsi precisa: essa deve essere «sufficientemente specifica» da consentire una valutazione sul possibile effetto che il complesso di circostanze o l'evento (cui si riferisce l'informazione stessa) avrà sui prezzi degli strumenti finanziari. Tale requisito opera una restrizione¹⁸⁶ all'interno dell'alveo informativo delimitato dalla lettera a), imponendo la comunicazione al mercato delle sole informazioni che, alla stregua del segnalato giudizio prognostico, sono astrattamente idonee ad incidere sui prezzi dei titoli. Non rientrano pertanto nella nozione di informazione privilegiata applicabile nell'ambito dell'art. 114 TUF – e neppure ai sensi della disciplina repressiva dell'*insider trading* – quei dati e quelle notizie caratterizzate da estrema vaghezza e genericità, la cui diffusione al mercato, anziché perseguire una *ratio* di trasparenza, finirebbe per sortire principalmente effetti decettivi.

Esaminando il carattere della precisione dell'informazione privilegiata, giova – per ragioni di contiguità concettuale – da ultimo effettuare qualche considerazione sul tema dei *rumours*. Questi debbono essere intesi come dati e notizie per lo più

¹⁸⁶ Sembra evidente che tale restrizione contribuisce a fugare i (più volte) segnalati pericoli di sovrainformazione. È agevole, infatti, comprendere come tale criterio sia particolarmente valorizzato da chi accede alla lettura del carattere della precisione dell'informazione privilegiata basata sulla lettera a) del 3° comma dell'art. 181 – sostanzialmente trascurando il disposto dell'art. 66.1 reg. Emittenti oppure forzandone la lettera –, in quanto il requisito della c.d. specificità costituisce un robusto argine per neutralizzare i rischi scaturenti dall'*information overload*.

generici, indefiniti, sicuramente privi del requisito della precisione, circostanza che impedisce loro di essere ricompresi nella nozione di informazione privilegiata da sottoporre a *disclosure*. A ben vedere, quand'anche i *rumours* non risultassero generici ma possedessero una fisionomia ben definita, cionondimeno non rispetterebbero il criterio della precisione dell'informazione, stante la loro provenienza da fonti non identificabili, o, comunque, da soggetti non designati dall'ordinamento ad effettuare le comunicazioni al pubblico. Pur non essendo, dunque, qualificabili come informazioni privilegiate, pare innegabile che i *rumours* siano in grado di incidere sul prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono e di creare disordine nei mercati finanziari. Per tali ragioni il legislatore ha apprestato una disciplina volta a contrastare le possibili asimmetrie informative da essi causate, disciplina consistente oggi nel solo 4° comma dell'art. 114 TUF, e fino al 2012 anche nel 4° comma dell'art. 66 reg. Emittenti.

La norma regolamentare prevedeva l'obbligo degli emittenti quotati di informare il pubblico in ordine alla veridicità di notizie – diffuse tra il pubblico non con le modalità stabilite dal regolamento – concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti, oppure relative a operazioni di finanza straordinaria ovvero all'andamento dei loro affari, allorché in presenza di tali notizie il prezzo dei titoli variasse «in misura rilevante» rispetto all'ultimo del giorno precedente. Tale disposizione aveva mostrato alcune criticità¹⁸⁷, prima fra tutte

¹⁸⁷ Tra di esse sicuramente non lieve era il significato da attribuire all'espressione «in misura rilevante», che espose a dubbie ed opinabili valutazioni. Nella Consultazione del 25 luglio 2011 la Consob aveva avanzato la proposta di sostituirla con la diversa formula di «movimenti anomali», raccogliendo tuttavia diverse critiche da parte dei commentatori della proposta. Per ulteriori dettagli in merito e per uno sguardo al contesto europeo (in particolare alla proposta di regolamento europeo di modifica della direttiva sugli abusi di mercato) si rinvia a L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *L'informazione societaria. Molti rumours per nulla*, in AGE, 2013, n. 1, p. 224 ss.

l'imposizione di un obbligo di commentare, smentire o integrare i *rumours* a prescindere dalla loro precisione e fondatezza e da una eventuale responsabilità dell'emittente nella circolazione di dette indiscrezioni: la norma finiva per assumere la funzione di grimaldello, per forzare la riservatezza aziendale, e compiere attività c.d. di *fishing*. Venivano cioè diffuse indiscrezioni, generalmente dalla stampa, talora dolosamente inventate, al fine di costringere l'emittente ad emettere un comunicato che avesse ad oggetto esattamente la notizia che si voleva acquisire.

L'utilizzo pretestuoso ed opportunistico della disposizione regolamentare aveva in conclusione incentivato il fenomeno dei *rumours*: per tale ragione, considerata comunque la presenza esaustiva della norma di cui all'art. 114.4 TUF, la Consob¹⁸⁸ ha abrogato il 4° comma dell'art. 66 del reg. Emittenti.

Oggi i *rumours* sono, pertanto, riconducibili all'interno della previsione – non specificamente dedicata ad essi – di cui all'art. 114.4 TUF, che stabilisce l'obbligo di diffusione al pubblico senza indugio delle informazioni privilegiate comunicate non intenzionalmente a terzi che non siano tenuti all'obbligo di riservatezza¹⁸⁹. È dunque venuta meno l'obbligatorietà di commenti relativi a indiscrezioni che non siano in alcun modo riconducibili all'emittente o a soggetti ad esso legati per ragioni professionali. La qual cosa è vera solo in parte, stante il potere – riconosciuto alla Consob dall'art. 115 TUF – di richiedere agli emittenti informazioni e chiarimenti, anche riguardo a indiscrezioni che possano creare situazioni distorsive della parità informativa nel mercato.

¹⁸⁸ Con la delibera n. 18214 del 2012.

¹⁸⁹ Nel caso in cui la diffusione avvenga intenzionalmente, l'emittente deve provvedere alla comunicazione al pubblico simultaneamente alla diffusione.

Continuando nell'analisi dei caratteri individuati dall'art. 181 TUF, affrontiamo adesso il secondo profilo, relativo alla mancanza di pubblicità dell'informazione privilegiata. Essa deve reputarsi pubblica allorché sia stata diffusa secondo le modalità previste dall'art. 114 del TUF e dal regolamento Emittenti, e sulle quali ci soffermeremo in seguito: in tali casi gli operatori del mercato sono stati ritualmente e tempestivamente informati, ed è chiaramente raggiunto lo scopo della disciplina, identificabile nell'esigenza di impedire – utilizzando una immagine assai diffusa in dottrina¹⁹⁰ – che nel mercato alcuni “giocatori” conoscano le carte degli altri prima dell'inizio della partita.

Ma le informazioni privilegiate possono raggiungere il pubblico anche al di fuori dei canali predisposti dall'ordinamento: si consideri il caso, appena esaminato, della circolazione di *rumours*, o quello della divulgazione di una notizia, avvenuta intenzionalmente o meno, ad opera di uno dei soggetti di cui al 4° comma dell'art. 114. In tale ultimo caso il legislatore ha voluto, allo scopo di ripristinare la parità informativa presso la totalità del pubblico, che l'emittente proceda comunque ad effettuare l'integrale *disclosure* al mercato della notizia “sfuggita”, rendendola in tal modo ufficialmente pubblica.

Per converso – com'è ovvio – non sono pubbliche quelle informazioni la cui divulgazione è stata ritardata ai sensi e alle condizioni del 3° comma dell'art. 114, e risultano pertanto soggette, fino a quando non avviene la diffusione, al divieto di abuso di informazioni privilegiate.

Merita inoltre qualche riflessione la questione¹⁹¹ dell'idoneità della pubblicazione dell'informazione a far venir meno il carattere “privilegiato” della medesima: in altri

¹⁹⁰ Si veda, ad es., ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1500.

¹⁹¹ Per i riferimenti bibliografici sul tema si rinvia a E. MACRÌ, cit., p. 61 ss.

termini si è dubitato che la semplice divulgazione in base alle modalità previste fosse sufficiente ad escludere la natura di informazione privilegiata, richiedendosi l'ulteriore requisito dell'effettiva ricezione da parte del mercato ravvisabile nell'incorporazione della notizia nel prezzo (aumentato o diminuito) del titolo. La questione nasceva dalla considerazione che il mercato necessita del c.d. *waiting period*¹⁹² per reagire alla divulgazione di una data informazione e consentire l'adeguamento del prezzo degli strumenti finanziari, periodo d'attesa in cui l'*insider* dovrebbe astenersi dal compiere operazioni, in quanto ricadrebbero all'interno della fattispecie di cui all'art. 181 TUF.

In tale direzione sembrò orientarsi l'art. 180 TUF (versione originaria), allorché al 3° comma stabiliva – differentemente rispetto alla l. 157/1991¹⁹³ – che si considerasse informazione privilegiata quella «di cui il pubblico non disponeva»: tale formulazione aveva alimentato alcune voci in dottrina¹⁹⁴ che ritenevano che la diffusione dell'informazione che faceva venir meno i divieti di *insider trading* dovesse essere diversa e più ampia rispetto a quella di cui all'art. 114 del TUF.

Stante l'attuale tenore letterale dell'art. 181 tale questione non è più attuale, in quanto il legislatore – con la nuova dizione «che non è stata resa pubblica», in linea con la normativa europea, ha inteso valorizzare il dato formale della avvenuta comunicazione al pubblico, a prescindere dalla circostanza della effettiva conoscenza della notizia da parte del pubblico. Si è, in altri termini, privilegiata l'istanza

¹⁹² La normativa nipponica prevede che l'*insider* debba osservare un *waiting period* di dodici ore a partire dalla diffusione della notizia. Si veda in merito RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis on anti-insider dealing legislation in Britain, Japan and New Zealand*, in *Commercial Law in a Global Context. Some Perspectives in Anglo-Japanese Law*, London, 1998, p. 173 (citato da MACRÌ, cit., p. 61).

¹⁹³ Tale legge definiva l'informazione riservata come quella che non era «stata resa pubblica».

¹⁹⁴ Così A. BARTALENA, sub art. 180, p. 2003 ss.

(fondamentale) di certezza del momento a partire dal quale vengono meno i divieti operativi dettati dalla disciplina repressiva dell'*insider trading*, a discapito dell'esigenza sostanziale di assicurare una effettiva conoscenza della notizia (che aveva invece ispirato il legislatore nella redazione dell'originario art. 180 TUF).

Per quanto concerne il terzo profilo, giova osservare come la nozione di informazione privilegiata rilevante ai sensi delle comunicazioni al pubblico sia meno ampia rispetto a quella applicabile in materia di *insider trading*, stante la formulazione del 1° comma dell'art. 114 TUF, che prevede che siano oggetto di divulgazione immediata le informazioni che riguardano «direttamente» gli emittenti e le loro controllate, formulazione che diverge rispetto a quella dell'art. 181, ai sensi del quale informazione privilegiata è quella concernente «direttamente o indirettamente» uno o più emittenti strumenti finanziari.

Sembrerebbe, in altri termini, rilevante *ex art. 114.1* solo la c.d. *corporate information* (ossia i fatti e le notizie interne all'emittente e in qualche modo da esso dipendenti) e non già anche la c.d. *market information*¹⁹⁵ (vale a dire le informazioni di natura economica, sociale o politica, prodotte quindi al di fuori dell'emittente).

Il punto merita qualche precisazione: non è del tutto convincente procedere ad una distinzione così netta tra le due tipologie di informazioni, qualora si soffermi l'attenzione su quei casi in cui il verificarsi di fatti di natura, ad esempio, socio-

¹⁹⁵ Per quanto attiene alla disciplina repressiva dell'*insider trading*, la dottrina si è da sempre orientata a ritenere rilevanti entrambe le tipologie di informazioni: si veda A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, vol. 10*, p. 322 ss., (il quale riteneva che la *market information* fosse rilevante anche ai sensi delle comunicazioni al pubblico, allora disciplinate dal citato art. 5 del regolamento 5553 del 1991); più di recente FR. MUCCIARELLI, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, sub artt. 180-184, p. 2333.

politica¹⁹⁶ possa avere un impatto sul corso dei prezzi dei titoli di un emittente. Risulta agevole in simili casi comprendere come la mancata estensione degli obblighi informativi anche a tali fatti arrechi un *vulnus* alle esigenze di tutela degli investitori, finendo col dare un tributo (irragionevole) all'opacità informativa anziché alla trasparenza¹⁹⁷.

Possiamo dunque concludere¹⁹⁸ che anche la *market information* – ricorrendo le condizioni appena segnalate – può ricadere negli obblighi di comunicazione scaturenti dal 1° comma dell'art. 114 TUF.

¹⁹⁶ Si ponga mente al seguente esempio. Un emittente opera in un settore che necessita di materie prime provenienti da un lontano paese estero, nel quale scoppia una guerra che impedisce all'impresa l'approvvigionamento, indispensabile per poter svolgere la propria attività. La notizia della nascita del conflitto – indubbiamente riconducibile nell'alveo della *market information* – inciderà presumibilmente sul risultato degli affari dell'emittente e avrà quindi riflessi anche sul prezzo degli strumenti finanziari emessi. Pare dunque agevole comprendere come detta notizia – qualora non sia già di pubblico dominio – debba ragionevolmente ricadere tra le informazioni oggetto di comunicazione al pubblico *ex art.* 114.1, emergendo con chiarezza l'utilità che essa può possedere per l'investitore, consentendogli di valutare l'opportunità di (dis)investire.

¹⁹⁷ Nonostante gli sforzi maieutici degli interpreti abbiano sfidato la genericità e la scarsità del dettato legislativo, non è in concreto facile capire quale informazione – soprattutto nell'ambito della *market information* – sia da ricondurre nel perimetro applicativo dell'art. 114.1 TUF. La stessa Consob, nella consapevolezza di tali difficoltà, con la comunicazione n. 6027054 del 2006, ha raccomandato agli emittenti quotati di interpretare i criteri selettivi delle informazioni privilegiate cercando di dare il massimo spazio alla trasparenza. Nel caso di dubbi – ha affermato la Commissione – è consigliabile all'emittente di provvedere comunque alla comunicazione al pubblico. Nelle ipotesi in cui stabilire il carattere *price-sensitive* della notizia risulti assai incerto e complesso, gli emittenti possono sempre contattare la Consob e chiedere lumi per dissipare i dubbi.

A tal proposito è lecito chiedersi quale sia la diligenza richiesta all'emittente nel valutare il carattere *price sensitive* di una informazione. Risultano in merito interessanti le riflessioni di P. RUGGERI (*Gli obblighi di disclosure delle società quotate: alcuni problemi interpretativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, p. 519 ss.), il quale ritiene opportuno segmentare in due momenti la diligenza dovuta dall'emittente: in sede di individuazione delle notizie da divulgare al pubblico esso dovrebbe usare la diligenza qualificata posseduta da un ipotetico investitore professionista, per impedire che l'emittente medesimo ometta di riconoscere il carattere *price sensitive* dell'informazione con il pretesto della eccessiva tecnicità della notizia e della propria imperizia nel comprenderne la natura. Con riguardo, invece, alle modalità di comunicazione del contenuto informativo l'emittente dovrebbe assumere la prospettiva del «risparmiatore incompetente», rendendo l'informazione comprensibile anche da chi non possiede sofisticate cognizioni in ambito finanziario.

¹⁹⁸ In tal senso già SFAMENI, sub art. 114, p. 518 ss. e F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, cit., p. 406 ss. Entrambi gli Autori fanno

Passiamo infine all'esame del quarto ed ultimo profilo caratterizzante l'informazione privilegiata, ossia la potenziale incidenza di quest'ultima sui prezzi dei titoli. L'art. 181, 4° comma, TUF – tentando di chiarire uno dei nodi più problematici della disciplina che stiamo commentando – stabilisce che «per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

Si tratta del c.d. test dell'investitore ragionevole¹⁹⁹, secondo il quale – sulla base di un giudizio prognostico, da effettuarsi cioè *ex ante* – l'informazione si reputa

riferimento ad un assetto della disciplina legislativa e regolamentare assai diverso da quello attuale, ma le osservazioni sul tema in commento risultano tuttora valide.

¹⁹⁹ La formulazione della norma deriva dalla direttiva (recepita anche *in parte qua* senza alcuna modifica) 2003/124/CE, la quale all'art. 1, 2° comma, dispone che «per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

A sua volta la disciplina comunitaria deriva da quella d'oltreoceano, come hanno puntualmente notato gli interpreti: si veda, tra i molti, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, il quale afferma (pag. XVII) che «il diritto dei mercati finanziari è, nel suo complesso, un grande trapianto giuridico. Sia la disciplina progressivamente disegnata dalle direttive comunitarie, sia la disciplina italiana hanno l'impronta della *securities regulation* americana, da cui continuano ad essere fortemente influenzate ...».

A tal proposito giova notare – sebbene si tratti poco più di una curiosità – come nel linguaggio degli operatori dei mercati finanziari, per indicare l'informazione privilegiata si usi l'espressione anglofona *price sensitive*, mentre la disciplina nordamericana per designare tale nozione ricorre al concetto di *materiality*. Le corti nordamericane, infatti, per stabilire se un'informazione è idonea ad incidere sui prezzi degli strumenti finanziari, hanno elaborato il c.d. *substantial likelihood test* (test di sostanziale probabilità), cioè valutano se sussiste una probabilità che un investitore ragionevole consideri l'informazione rilevante per adottare le proprie scelte di investimento, il che può essere riassunto nella formula utilizzata dalla Suprema Corte degli USA «*substantial likelihood that a reasonable investor would consider significant in making an investment decision*» (Sentenza *TSC Industries Inc. v. Northway Inc.*, emessa nel 1976).

Non è difficile comprendere come, sulla base di tale criterio, anche nell'ordinamento statunitense si ponga il problema di definire la nozione di investitore ragionevole. A tal proposito – senza

privilegiata qualora essa possa assumere rilevanza nel processo mentale che conduce un investitore ragionevole ad effettuare le proprie scelte di investimento. Diviene centrale, quindi, in ultima analisi, chiedersi non già quanto inciderà l'informazione sui prezzi degli strumenti finanziari – magari utilizzando parametri quantitativi quali le variazioni percentuali dei prezzi –, bensì quale peso la medesima potrà assumere nelle valutazioni che portano un investitore ragionevole ad investire o a disinvestire. Mette, inoltre, conto osservare come l'avverbio «presumibilmente» lasci intendere che la valutazione prognostica della rilevanza dell'informazione nella strategia di investimento dell'investitore ragionevole deve essere effettuata in termini di probabilità, sembrando insufficiente la possibilità, e – per converso – eccessiva la certezza²⁰⁰.

A questo punto emerge chiaramente come la questione si sposti sul significato da attribuire all'espressione «investitore ragionevole». Il problema non è affatto semplice, e – allo stato – la dottrina²⁰¹ non è arrivata ad una soluzione definitiva;

dimenticare la profonda diversità sussistente tra il nostro sistema giuridico e il *common law* nordamericano, diversità che rende possibile negli USA applicazioni non uniformi del diritto – si deve segnalare che le Corti Federali dei diversi Stati hanno proposto delle differenti letture del criterio in commento. Alcune Corti ritengono che l'investitore ragionevole sia quello professionale, altre invece che esso sia il soggetto dotato di capacità intermedie tra il professionista e il principiante. Pare evidente che, per così dire, a seconda di come l'asticella venga alzata o abbassata, muti sensibilmente la quantità di informazioni da sottoporre a *disclosure* obbligatoria. In sintesi anche negli USA si assiste ad un dibattito analogo a quello che abbiamo esaminato riguardo alla nostra realtà.

Secondo alcune Corti, inoltre, la *materiality* deve essere valutata in stretta combinazione con la probabilità che l'evento si verifichi: ciò significa che qualora un evento abbia pochissime probabilità di verificarsi, ma elevatissimo impatto sulle decisioni adottate da un investitore ragionevole (e quindi, in ultima analisi, sulla situazione finanziaria dell'emittente), in tal caso si dovrà procedere alla *disclosure* dell'informazione relativa all'evento.

Per un interessante ed informatissimo esame della disciplina nordamericana si rinvia a M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003 (le considerazioni riassunte in questa nota sono soprattutto a p. 72 ss.).

²⁰⁰ Così ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1503.

²⁰¹ Si vedano in merito F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder value" e "Socially responsible investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 591 ss. e F. ANNUNZIATA, *Abusi di*

neppure volgere lo sguardo alla disciplina comunitaria²⁰² offre alcun aiuto, stante il recepimento pedissequo che ne è stato fatto nel nostro ordinamento.

Su un punto gli interpreti sono concordi: l'attributo «ragionevole» deve necessariamente rinviare ad un parametro valutativo di tipo oggettivo, in considerazione anche delle sanzioni penali e amministrative che conseguono all'abuso di informazioni privilegiate.

Le incertezze si concentrano intorno all'individuazione²⁰³ della figura dell'investitore ragionevole: la definizione risulta gravida di conseguenze a livello pratico, da essa dipendendo – com'è ovvio – l'ampliamento o la contrazione della nozione di informazione privilegiata. Il “modello” di riferimento potrebbe essere un ipotetico investitore medio, anch'esso – peraltro – di non facile definizione, in considerazione del fatto che il mercato è “popolato” di soggetti assai eterogenei e con esigenze molto diverse: vi è chi mira ad investimenti a breve termine e chi a lungo, chi possiede una marcata propensione al rischio e chi no, e così via. Potrebbe essere un investitore medio colui che si comporta come almeno la metà degli investitori, oppure una figura intermedia tra il professionista esperto e il neofita della finanza.

L'investitore ragionevole potrebbe essere rappresentato anche dall'investitore professionale, dotato di particolari competenze nel campo della finanza: tale figura – si è detto²⁰⁴ – reputa rilevanti, nel processo decisionale che lo porta ad investire o a disinvestire, una quantità di informazioni più ristretta rispetto a soggetti che

mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2006, p. 15 ss.

²⁰² Citata in nota poco sopra.

²⁰³ Osservazioni interessanti in merito, focalizzate sul *côté* penalistico ma indubbiamente utili anche alla riflessione giuscommerciale, si rinvencono in FR. MUCCIARELLI, sub art. 180-184, p. 2338 ss.

²⁰⁴ ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1503. Per l'opinione contraria E. MACRÌ, cit., p. 77 ss.

possiedono una minore capacità di discernere e selezionare le informazioni sulla cui base assumere delle scelte. Ne risulterà, pertanto, una riduzione delle informazioni privilegiate da comunicare al pubblico ai sensi dell'art. 114.1 TUF.

Tale conclusione non sembra – a ben vedere – del tutto convincente²⁰⁵: se è vero, da un lato, che l'investitore professionale è fornito di sofisticati strumenti che gli consentono di operare una forte scrematura tra le notizie, dall'altro risulta altrettanto possibile che, proprio grazie alle sue raffinate conoscenze, egli sappia apprezzare e realizzare l'importanza di informazioni che sarebbero *tout court* ignorate dall'investitore dilettante, con la conseguenza che il perimetro dell'informazione privilegiata finisce per essere ampliato rispetto alla precedente ipotesi.

Tirando le somme, pare interessante la seguente osservazione: misurare la rilevanza di una informazione su un investitore preso a modello e, per così dire, assunto come *standard* – sia esso un professionista piuttosto che un novizio della finanza – suscita qualche perplessità di ordine metodologico. Si rischia innanzitutto di procedere ad una scelta fortemente arbitraria – oltretutto fortemente condizionata dal risultato più o meno ampio che si mira ad ottenere –, frutto di una selezione operata all'interno di una categoria (gli investitori) che si mostra marcatamente eterogenea. Si deve, inoltre, segnalare che i risultati per tale via ottenuti rischiano di essere poco attendibili e – anch'essi – arbitrari, in quanto la rilevanza dell'informazione, intesa come ciò che l'investitore considera per adottare le proprie decisioni, finisce per dipendere dal tipo di operatore che si assume a modello.

Tentando dunque un'altra impostazione esegetica, giova notare come nell'economia della disposizione non sembri rivestire un ruolo principale l'individuazione di un

²⁰⁵ Così E. MACRÌ, cit., p. 78, il quale propende per la designazione dell'investitore professionale come modello di investitore ragionevole.

modello ideale di investitore, che valga cioè a rappresentare tutti i tipi della non sparuta categoria, potendosi pertanto spostare l'attenzione dell'interprete sul giudizio di rilevanza rimesso all'investitore. In tale ottica si potrebbe ipotizzare che per informazione privilegiata si possa intendere quella che un qualunque investitore – a prescindere dalla sua appartenenza ad una delle possibili tipologie classificatorie – vorrebbe conoscere prima di effettuare una scelta di investimento. È il modello dell'investitore “razionale”²⁰⁶, che adotta le proprie decisioni in modo razionale²⁰⁷, che agisce consapevolmente, basandosi sempre su un bagaglio conoscitivo (nella sua ottica) sempre aggiornato, corretto e completo. Secondo tale soluzione l'investitore ragionevole è colui che, indipendentemente dalla sua categoria di appartenenza, adotta decisioni operative consapevoli perché conosce tutte le informazioni disponibili. Rispetto alle varie tipologie di investitori muterà il modo in cui l'informazione interagisce con il pregresso bagaglio di competenze, ma la notizia risulterà intrinsecamente rilevante ai fini dell'arricchimento del patrimonio

²⁰⁶ ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1504, afferma che il paradigma dell'investitore razionale dovrebbe essere preso a riferimento, salvo poi concludere riconducendolo alla figura dell'investitore professionale «o quantomeno “preparato”».

²⁰⁷ Che le scelte degli investitori di investire o disinvestire si fondino sul canone della razionalità, è questione niente affatto scontata: per una sintesi sul modello di mercato basato sull'irrazionalità dell'agire degli operatori si rinvia a S. SEMINARA, *Disclose or abstain?...*, cit., p. 340 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici, e a U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale*, in AGE, 2009, n. 1, p. 77 ss., ove l'Autore, dopo aver affermato che per regolare qualsiasi settore dell'agire umano serve una approfondita e capillare conoscenza – da parte del regolatore – delle logiche che innervano il settore stesso, si chiede quanto il nostro legislatore conosca le caratteristiche e le esigenze degli operatori cui le regole sono indirizzate.

L'irrazionalità dei mercati è stata enfatizzata dal finanziere statunitense George Soros, il quale ha sostenuto, in modo provocatorio, che le scelte di investimento talora siano dettate dal «mal di schiena» degli investitori (in *Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Roma, 2008, p. 21).

L'irrazionalità del mercato è l'*humus* sul quale affonda le proprie radici anche un altro fenomeno noto alla finanza comportamentale, il c.d. *noise trading*, ossia il compiere scelte di investimento sulla base di una conoscenza superficiale e incompleta delle informazioni di mercato, che si risolve per lo più in una reazione spropositata alle buone come alle cattive notizie.

informativo di qualunque investitore, e – in ultima analisi – ai fini dell’adozione di ogni decisione di investimento.

Tale soluzione, inoltre, sembra in sintonia con la concezione di mercato efficiente che si rinviene alla base di tutta la disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato, concezione che si fonda sull’assunto che il prezzo degli strumenti finanziari debba riflettere tutte le informazioni rilevanti.

Non ci nascondiamo, tuttavia, le difficoltà legate all’astrattezza di tale soluzione, e i timori²⁰⁸ che essa possa comunque finire con l’imporre, in sede di concreta applicazione, il ricorso ad una delle esaminate figure di investitore.

Per concludere, all’esito dell’esame dei caratteri che deve possedere un’informazione per poter essere considerata privilegiata, mette conto osservare come, nonostante gli sforzi esegetici volti a trarre dalle disposizioni un contenuto limpido il più possibile, non si approdi ad una qualificazione sempre univoca e priva di dubbi. La qual cosa deve essere imputata, più che a mancanza di chiarezza da parte del legislatore – *in parte qua* innegabilmente allineato a quello comunitario –, all’opzione metodologica da questi abbracciata, consistente nella rinuncia a dettare un elenco di dati e notizie *price sensitive*, opzione del resto comprensibile e condivisibile, in considerazione della oggettiva impossibilità di formare un elenco²⁰⁹

²⁰⁸ Il discorso di Annunziata sintetizzato in una nota poco sopra – per quanto poco possa valere l’opinione di un neofita della materia, quale è lo scrivente – rafforza tali timori.

²⁰⁹ La “comunità finanziaria” del nostro Paese, su iniziativa di Borsa Italiana, ha redatto una *Guida per l’informazione al mercato*, priva – com’è ovvio – di qualsiasi valore giuridico, ma indubbiamente utile per gli operatori. Essa contiene, nel secondo principio (al terzo punto), un elenco esemplificativo – quindi non esaustivo – di attività ed operazioni che danno origine ad informazioni *price sensitive*. La Guida è consultabile online sul sito www.aiaf.it.

esaustivo di tutte le possibili circostanze fenomenologiche che assumono rilievo in una realtà – quella dei mercati finanziari – incessantemente in evoluzione²¹⁰.

Il trascorrere del tempo consentirà la sedimentazione di un'ampia casistica, che costituirà un valido sussidio per gli interpreti.

²¹⁰ L'osservazione che il diritto nasce successivamente ai mercati e si affanna a rincorrerlo per fissarne le regole, è largamente diffusa: si veda, fra i molti, G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 35.

2. LE MODALITÀ DI DIFFUSIONE DELLE INFORMAZIONI E

IL RITARDO NELLA COMUNICAZIONE

Dopo l'esame dei caratteri delle informazioni privilegiate, passiamo ad affrontare il tema delle modalità di diffusione delle medesime. Una volta infatti accertata la sussistenza di tutti i requisiti, e, segnatamente – secondo la lettura che riteniamo nel complesso preferibile²¹¹ – appena venga ad integrarsi la concreta realizzazione dell'evento o del complesso di circostanze, sebbene non ancora formalmente ufficializzati, l'informazione relativa ad essi deve essere divulgata ai sensi di quanto disposto dagli artt. 65 ss. del regolamento Emittenti.

La disciplina è stata modificata – *in parte qua* – dalla Consob²¹² a seguito del recepimento²¹³ della direttiva 2004/109/CE, c.d. *Transparency*, ma ha trovato applicazione²¹⁴ solo a decorrere dalla data del 28.04.2012, essendo rimasta in vigore nel periodo transitorio la disciplina regolamentare anteriore²¹⁵ al recepimento della citata direttiva. Oggi pertanto la normativa vigente si applica integralmente.

²¹¹ Cioè quella più attenta al dato letterale dell'art. 66.1 reg. Emittenti rispetto a quello dell'art. 181.3 lett. a), e che – conseguentemente – origina una distinzione tra la nozione di informazione privilegiata applicabile nell'ambito dell'art. 114 e quella rilevante ai sensi della disciplina sull'*insider trading*. Per le ragioni a sostegno di tale lettura si rinvia al paragrafo precedente.

²¹² Con la delibera n. 16850 del 1.05.2009, che ha dettato anche una disciplina per la diffusione delle informazioni nel periodo transitorio, fino cioè all'autorizzazione di uno SDIR da parte della Consob.

²¹³ Il recepimento della disciplina a livello legislativo è avvenuto tramite il d. lgs. 195/2007.

²¹⁴ Come disposto dalla Consob con la delibera n. 18159 del 4.04.2012.

²¹⁵ Tale disciplina prevedeva che le informazioni *price sensitive* (relative ad emittenti azioni quotate in borsa, nel Mercato Expandi e nel mercato MTAX) fossero diffuse tramite il sistema informatico N.I.S. (*Network Information System*), disciplinato al Titolo 2.7 del regolamento Mercati, predisposto da Borsa Italiana s.p.a.

La diffusione delle informazioni regolamentate²¹⁶ deve avvenire nel rispetto dei requisiti indicati dall'art. 65-*bis* del regolamento, ossia assicurando un accesso rapido, non discriminatorio ed idoneo a garantirne l'effettiva diffusione su tutto il territorio dell'Unione Europea.

Per conseguire tali risultati, gli strumenti di diffusione devono consentire la divulgazione delle informazioni per quanto più possibile simultanea²¹⁷, sia in Italia che negli altri stati membri dell'UE; alle agenzie di stampa le informazioni devono pervenire nel loro testo integrale, senza che si proceda, dunque, ad operazioni di *editing*, che operando tagli strategici potrebbero alterare la percezione e la comprensione della reale portata della notizia. Deve inoltre essere garantita con certezza la fonte delle informazioni, così come la sicurezza della comunicazione, minimizzando il rischio di alterazione da parte di terzi dei dati trasmessi. Ancora, deve essere chiaro che il comunicato veicoli informazioni regolamentate, quale siano l'emittente in questione, l'oggetto, l'ora, la data e l'identità del soggetto che ha provveduto materialmente ad effettuare la comunicazione. Viene infine stabilito l'obbligo – a carico degli emittenti valori mobiliari, qualora essi non ne dispongano già – di predisporre un sito internet per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

L'art. 66.2 reg. specifica poi i requisiti che deve possedere il comunicato: esso deve contenere elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati, nonché collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti; le modifiche di precedenti comunicazioni

²¹⁶ Le informazioni regolamentate sono definite al 1° comma dell'art. 113-*ter* TUF, e corrispondono grosso modo a tutte quelle che rientrano nel concetto di informazione societaria.

²¹⁷ Si tenga presente – come vedremo in seguito – che il generale divieto di *selective disclosure* è volto proprio a contrastare la diffusione non simultanea di informazioni.

devono essere diffuse con le medesime modalità utilizzate per queste ultime, assicurando in tal modo un continuo aggiornamento e mettendo in luce il carattere non statico delle informazioni. Il punto merita qualche considerazione: il c.d. *duty to update* risulta particolarmente importante, in quanto contrasta la naturale tendenza degli emittenti a omettere la comunicazione di sviluppi fallimentari o comunque non positivi di eventi o circostanze comunicati in precedenza, con l'ovvio scopo di evitare il deprezzamento dei propri titoli. Tale "dovere di aggiornamento" si deve ritenere sussistente anche nel caso di comunicazioni al pubblico non obbligatorie, in quanto è agevole comprendere come qualora un emittente decida di divulgare volontariamente certe informazioni, per coerenza dovrà provvedere ad integrarle o rettificarle nel caso in cui successivamente vi siano sviluppi.

Tornando all'art. 66.2 del regolamento, esso impone inoltre una netta separazione tra la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e operazioni di *marketing*, onde evitare che da una combinazione tra le due attività possano derivare indicazioni decettive per il pubblico.

Passando all'esame sintetico delle modalità di comunicazione delle informazioni, sussiste l'alternativa tra l'utilizzo di uno SDIR o la diffusione c.d. in proprio. Quale che sia la scelta tra i due metodi effettuata dall'emittente – scelta che deve in ogni caso essere esclusiva, non essendo ammesse modalità "miste"²¹⁸ di divulgazione, la comunicazione si comporrà sempre di tre diversi adempimenti: la diffusione (in senso stretto), lo stoccaggio e il deposito presso la Consob.

²¹⁸ Lo si desume dall'art. 65-quinquies, 2° comma, lett. a).

Il primo ed unico SDIR (Sistema di diffusione delle informazioni regolamentate, art. 65-*quinquies* reg.) ad oggi dalla Consob è il sistema SDIR-NIS²¹⁹, una piattaforma telematica che consente di mettere in contatto l'emittente con la società di gestione del mercato (Borsa Italiana spa), l'autorità di vigilanza e chiunque altro ne faccia richiesta (ivi incluse le agenzie di stampa).

L'emittente, dopo aver scelto²²⁰ uno SDIR tra quelli appartenenti all'elenco dei soggetti autorizzati dalla Consob e aver inviato a quest'ultima copia del contratto concluso con il gestore dello SDIR medesimo, dovrà indicare sul proprio sito internet la denominazione dello SDIR utilizzato. Espletati tali adempimenti, l'emittente potrà procedere alla diffusione delle informazioni immettendole nel circuito elettronico, nel quale saranno visualizzate da Borsa Italiana, dalla Consob, e – in ciò consistendo la concreta diffusione – dai media²²¹, connessi alla piattaforma, in possesso di determinate competenze e di una adeguata quota di mercato nel campo in cui operano.

Qualora l'emittente proceda alla comunicazione durante l'orario di apertura dei mercati, lo SDIR consentirà alla Consob e alla società di gestione del mercato di visualizzare²²² l'informazione almeno quindici minuti prima della diffusione ai media: è così assicurata all'Autorità di vigilanza la possibilità di richiedere chiarimenti ed integrazioni all'emittente, nell'ipotesi in cui la comunicazione mostrasse elementi poco chiari o potenzialmente decettivi per il pubblico.

²¹⁹ Gestito da BLT Market services S.p.A., società del gruppo London Stock Exchange. Esso svolge il ruolo che prima era del NIS.

²²⁰ Ad oggi la scelta è ovviamente obbligata.

²²¹ Essi debbono essere intesi come delle agenzie specializzate nella diffusione elettronica al pubblico delle informazioni regolamentate ricevute dallo SDIR al quale sono connessi (cfr. E. MACRÌ, cit., p. 59).

²²² Si veda l'art. 65-*septies*, 6° comma, lett. a).

Per quanto attiene, invece, alla modalità di diffusione c.d. in proprio, l'art 65-*sexies* stabilisce che in tal caso gli emittenti trasmettano alla Consob un documento che attesti il rispetto di certi requisiti tecnici e funzionali²²³ da parte del sistema di diffusione adottato, del quale dovrà essere data idonea evidenza sul proprio sito internet. Nel caso in cui la Consob ritenga che le modalità di diffusione adottate non rispettino i requisiti tecnici e funzionali prescritti, essa può proibire la negoziazione degli strumenti, esercitando il potere previsto dall'art. 113-ter, 9° comma, lett. b). Qualora la Consob non formuli alcuna osservazione, l'emittente potrà procedere alla diffusione delle informazione mediante trasmissione²²⁴ ai media specializzati²²⁵.

Su richiesta della commissione, gli emittenti che adottano il sistema di diffusione in proprio devono essere in grado di comunicare alla medesima indicazioni relative al nome della persona che ha provveduto alla comunicazione ai media, l'ora e la data, il supporto utilizzato.

Per quanto attiene allo stoccaggio delle informazioni diffuse, in attesa che la Commissione proceda ad autorizzare²²⁶ l'attività di qualche gestore del meccanismo a ciò deputato, esso viene transitoriamente svolto dal sito internet di Borsa Italiana, anche mediante rinvio ai siti internet degli emittenti stessi²²⁷: nel caso di diffusione

²²³ Si dovranno a tal proposito utilizzare i criteri previsti dall'Allegato al reg. Emittenti, segnatamente gli allegati 3I e 3O, il primo nel caso di emittente che abbia presentato richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato e l'ultimo nel caso di emittente i cui strumenti finanziari siano già quotati in un mercato regolamentato.

²²⁴ Nel caso in cui la diffusione avvenga durante l'orario di apertura del mercato, l'emittente dovrà provvedere alla trasmissione dell'informazione alla Consob e alla società di gestione del mercato almeno quindici minuti prima della diffusione ai media.

²²⁵ In ciò risiede la differenza rispetto all'utilizzo dello SDIR: l'emittente provvede autonomamente alla trasmissione ai media.

²²⁶ Nella data in cui si scrive (settembre 2013) non risulta che la Consob abbia concesso autorizzazione ad alcun meccanismo di stoccaggio.

²²⁷ Si veda in merito la comunicazione Consob n. 12027454 del 5.04.2012.

mediante SDIR, la trasmissione al meccanismo di stoccaggio verrà effettuato dallo SDIR stesso, senza bisogno di alcuna ulteriore attività da parte dell'emittente; nel caso, invece, di diffusione in proprio, l'emittente dovrà provvedere a trasmettere le informazioni al meccanismo di stoccaggio²²⁸ contestualmente (e in aggiunta) alla loro diffusione al pubblico.

Per quanto concerne infine il deposito presso la Consob, valgono considerazioni in parte analoghe allo stoccaggio: nel caso di utilizzo di uno SDIR, esso provvederà automaticamente²²⁹ all'inoltro alla Commissione, mentre nel caso della diffusione in proprio, mediante la trasmissione al meccanismo di stoccaggio²³⁰ si intenderà effettuato anche il deposito presso la Consob. L'emittente avrà l'obbligo di trasmetterlo alla Consob utilizzando il sistema di teleraccolta oppure tramite posta.

Abbiamo detto, in apertura del paragrafo, che – nel caso in cui l'informazione possieda tutti i requisiti per essere considerata privilegiata – l'emittente, debba procedere senza indugio alla comunicazione al pubblico, secondo le modalità appena esaminate: il punto merita qualche considerazione ulteriore.

Innanzitutto, la locuzione «senza indugio» – com'è ovvio – sta ad indicare l'immediatezza con cui deve essere divulgata l'informazione una volta venuta ad esistenza: tale immediatezza risulta possibile nel caso di una realtà societaria di

²²⁸ Finché non vi saranno meccanismi autorizzati dalla Consob, anche in questo caso la trasmissione dovrà essere indirizzata a Borsa Italiana spa.

²²⁹ In conclusione, l'immissione dell'informazione nello SDIR consente l'espletamento di tre adempimenti: diffusione al pubblico, trasmissione al meccanismo di stoccaggio e deposito presso la Consob.

²³⁰ Nel periodo transitorio, fino a quando non verrà autorizzato dalla Consob un meccanismo di stoccaggio, l'emittente avrà l'obbligo di trasmettere le informazioni alla Consob per il deposito utilizzando il sistema di teleraccolta oppure tramite posta.

modeste dimensioni, in cui l'organo gestorio – destinatario del precetto di cui all'art. 114 TUF – risulta generalmente il primo soggetto ad apprendere l'informazione *price sensitive*, e addirittura, stante la posizione apicale ricoperta all'interno della struttura societaria, nella gran parte dei casi ne vedrà proprio la nascita. Con riguardo, invece, ad organizzazioni societarie più grandi e dotate, pertanto, di una struttura interna più complessa ed articolata su vari livelli intermedi o periferici²³¹, non è improbabile che vi sia uno iato temporale tra il momento in cui si concretizzano l'evento o le circostanze – da cui scaturisce l'informazione – e quello in cui i soggetti tenuti procedono alla comunicazione al pubblico. In tali casi sembra ragionevole ammettere un intervallo di tempo fisiologico²³² ed inevitabile per consentire alla notizia di giungere agli organi gestori dell'emittente, che dovranno tuttavia dimostrare – onde essere esentati da responsabilità per mancata diffusione di informazione privilegiata – di aver adottato procedure idonee ad una corretta trasmissione e gestione delle informazione all'interno della società e che tali procedure siano in concreto state rispettate.

Passando alla seconda considerazione, giova notare che l'obbligo di comunicare al pubblico senza indugio le informazioni *price sensitive* non sussiste

²³¹ Si pensi, ad esempio, ad una squadra di geologi ed ingegneri che conduce una missione esplorativa alla ricerca di nuovi giacimenti petroliferi: in tal caso è evidente che, nonostante le moderne tecnologie di comunicazione, trascorrerà del tempo prima che la notizia della scoperta del nuovo giacimento arrivi alla conoscenza dei vertici della compagnia petrolifera. La situazione muta radicalmente – lasciando spazio all'integrazione del reato di *insider trading* – nell'ipotesi in cui lo iato temporale non è più fisiologico, ma intenzionalmente causato dalla volontà degli ingegneri di fare incetta di titoli della società nella lucrosa (e sicura) prospettiva di un aumento dei prezzi conseguente alla scoperta.

Un notissimo caso, analogo all'esempio appena fatto, è quello deciso dalla celebre sentenza statunitense del 1968 *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, analizzata, tra i molti, da S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012, p. 113 ss.

²³² Pare eccessivo ritenere che la conoscenza dell'informazione da parte di un qualsiasi soggetto facente parte dell'organizzazione dell'emittente valga come conoscenza da parte della società. La c.d. teoria della conoscenza assoluta sembra in tal caso poco convincente: così E. MACRÌ, cit., p. 83 ss., ove riferimenti bibliografici.

sempre e comunque: l'art. 114, 3° comma²³³, TUF, prevede infatti la possibilità che gli emittenti quotati, sotto la propria responsabilità procedano a «ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, al fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza. La Consob, con regolamento, può stabilire che l'emittente informi senza indugio la stessa autorità della decisione di ritardare la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate ...».

Già si è osservato come tutta la disciplina positiva del diritto dei mercati finanziari nasca all'esito del bilanciamento tra due beni giuridici parimenti meritevoli di tutela ma in aperto conflitto fra loro: da un lato troviamo le istanze della trasparenza – che innerva un po' tutta la disciplina dei mercati – strumentalmente preordinata alla tutela dei risparmiatori, alla creazione di un clima di fiducia da parte di questi nei confronti del mercato e all'ordinato svolgersi delle negoziazioni sui mercati stessi, dall'altro troviamo le opposte istanze di riservatezza degli affari sociali facenti capo agli emittenti.

Ciò premesso, pare evidente che gli obblighi di informazione continua siano fondati sulla prevalenza delle esigenze di trasparenza rispetto a quelle di riservatezza²³⁴.

Cionondimeno queste ultime possono prevalere sulle prime, allorché, in certe

²³³ Il comma è stato inserito nel corpo dell'art. 114 dalla l. n. 62 del 2004, c.d. legge comunitaria del 2004, che ha recepito nel nostro ordinamento la disciplina europea in tema di abusi di mercato. Successivamente, con il d. lgs. 184 del 2012, nel comma è stato aggiunto l'inciso «al fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi».

²³⁴ L'interesse privato alla riservatezza, prima della riforma del 2005 che ha introdotto il comma in commento, era tutelato solo con la possibilità di proporre il reclamo oggi previsto al 6° comma dell'art. 114. Si trattava di una forma di tutela non molto incisiva, stante la necessità del rischio di un grave danno per l'emittente, la cui sussistenza – e la conseguente concessione della tutela – era valutata dalla Consob.

situazioni, l'emittente potrebbe vedere sfumare alcuni affari a seguito della *disclosure* al mercato (e magari ai concorrenti) di informazione ad essi relative. In tali casi – purché siano rispettate determinate condizioni – l'ordinamento consente all'emittente di mantenere il riserbo, mediante la previsione dell'istituto del ritardo delle comunicazioni al pubblico obbligatorie *ex art. 114.1 TUF*.

Al *safe harbour*²³⁵ offerto dall'art. 114.3 TUF l'emittente può accedere qualora sussistono le seguenti condizioni: (i) si deve versare in una delle ipotesi e devono sussistere le condizioni dettate dalla Consob; (ii) il pubblico non deve essere tratto in errore su fatti e circostanze essenziali; (iii) l'emittente deve essere in grado di garantire la riservatezza dell'informazione la cui pubblicazione si intende differire; infine (iv) il ritardo deve avere la finalità di non pregiudicare i legittimi interessi dell'emittente.

Procedendo all'esame del primo profilo, la Consob ha esercitato il proprio potere regolamentare mediante l'art. 66-*bis*²³⁶ del reg. Emittenti, ove ha innanzitutto²³⁷ indicato alcune ipotesi in cui è ammesso il ritardo nella diffusione, in quanto sussistono interessi legittimi dell'emittente. Si tratta dei casi in cui la

²³⁵ La norma in commento deriva direttamente dalla disciplina europea, in particolare dall'art. 6, 2° comma della direttiva 2003/6/CE che prevede che l'emittente, al fine di non pregiudicare i suoi legittimi interessi, possa ritardare la divulgazione di informazioni privilegiate, a condizione che tale temporanea omissione non possa fuorviare il pubblico e che l'emittente sia in grado di assicurare la riservatezza delle informazioni stesse. Gli Stati membri possono esigere che l'emittente informi tempestivamente del ritardo l'autorità competente.

L'art. 3 della direttiva 2003/124/CE specifica la disposizione dell'art. appena citato, indicando una serie di esempi, dichiaratamente non esaustivi, di interessi legittimi la cui tutela consente all'emittente di ritardare la comunicazione: si tratta di casi in cui essa possa compromettere l'esito di una negoziazione in corso o quando possa pregiudicare la conclusione di trattative miranti al risanamento finanziario dell'emittente che versa in una crisi finanziaria, o ancora quando un contratto concluso da un organo direttivo necessiti per divenire efficace dell'approvazione di un altro organo dell'emittente.

²³⁶ Inserito nel regolamento Emittenti con la delibera Consob n. 15232 del 29 novembre 2005.

²³⁷ Della previsione regolamentare secondo cui la facoltà di ritardare la comunicazione deve essere preordinata al fine di non pregiudicare i legittimi interessi dell'emittente – oggi contemplata nel corpo del terzo comma dell'art. 114 TUF – si dirà in chiusura del paragrafo.

comunicazione al pubblico può compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero può dare origine a non compiute valutazioni da parte del pubblico, stante la non ancora adeguata definizione degli eventi o delle circostanze. Sono sicuramente riconducibili a queste due ipotesi – anzi ne costituiscono due esempi – il ritardo nella comunicazione di notizie relative a trattative miranti al risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente, allorché incomba la minaccia di un grave e imminente pericolo per la solidità finanziaria del medesimo – quantunque la situazione non rientri nel raggio applicativo delle disposizioni in materia di insolvenza –, e la diffusione di elementi concernenti tali trattative rischi di pregiudicarne l'esito positivo. Parimenti riconducibile alle due ipotesi appena segnalate è il caso dei contratti conclusi dall'organo amministrativo di un emittente, la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente stesso, e la diffusione della notizia della conclusione del contratto – che ancora deve essere dichiaratamente ratificato – rischia di ingenerare valutazioni non corrette della notizia stessa: il riferimento corre al sistema di *governance* diverso da quello “tradizionale” (nel nostro ordinamento), il c.d. sistema dualistico²³⁸, in cui la conclusione da parte dell'organo gestorio (consiglio di gestione) di certi contratti può necessitare della successiva approvazione da parte dell'organo di controllo (consiglio di sorveglianza).

Non vi sono dubbi che tali due ipotesi generali – al pari delle altre due specificate²³⁹ dal legislatore – non costituiscano un elenco tassativo ed esaustivo: la lettera dell'art.

²³⁸ I c.d. sistemi alternativi di amministrazione e controllo – com'è noto – sono stati introdotti nel nostro ordinamento con la riforma del diritto societario del 2003, che ha introdotto nel codice civile gli artt. da 2409-*octies* a 2409-*sexiesdecies*.

²³⁹ Riguardo alle due “sottoipotesi” delle trattative volte al risanamento finanziario dell'emittente, e del contratto concluso dal consiglio di gestione ma ancora non ratificato dal consiglio di sorveglianza,

66-*bis*, 2° comma, chiarisce oggi²⁴⁰ infatti che «le circostanze rilevanti ai sensi del comma 1 includono quelle in cui ...», fugando al riguardo ogni incertezza, che sarebbe in ogni caso dissipata dal confronto con la disciplina europea²⁴¹.

Per quanto attiene alle ulteriori facoltà normative della Consob – concesse dall’art. 114.3 TUF –, l’art. 66-*bis* del regolamento, al 4° comma prevede che gli emittenti, che intendano ricorrere all’istituto del ritardo, debbano dare «notizia alla Consob dell’avvenuto ritardo», indicando le relative circostanze²⁴², «immediatamente dopo la diffusione al pubblico della medesima informazione». Non è pertanto oggi²⁴³ più obbligatorio per l’emittente avvisare «senza indugio» la Consob della decisione di ritardare la comunicazione e dei relativi motivi, risultando sufficiente la comunicazione alla Commissione dell’avvenuto ritardo nella divulgazione, subito dopo la diffusione dell’informazione precedentemente oggetto di ritardo. La Consob ha inteso in tal modo semplificare e rendere più agile l’accesso all’istituto in

i dubbi in ordine alla tassatività dell’elencazione non sono mai sussistiti, stante il tenore della lettera dell’articolo, che recita «tra tali circostanze rientrano almeno le seguenti: ...».

²⁴⁰ La formulazione che leggiamo oggi è stata introdotta dalla delibera Consob n. 15232 del 29 novembre 2005. Il testo previgente recitava che «Sono circostanze rilevanti ai sensi del comma 1 quelle in cui ...», lasciando intendere, in effetti, che si trattasse delle uniche ipotesi ammesse.

²⁴¹ L’art. 3, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE parla espressamente di «elenco non esaustivo».

²⁴² La Consob ha precisato, nella propria valutazione espressa in occasione della pubblicazione (il 29.11.2005) dell’esito della consultazione avviata il 13.05.2005, che le circostanze «non possono che riferirsi alle informazioni oggetto del ritardo, alle motivazioni e ad ogni altra circostanza che l’emittente ritenga debba essere comunicata alla Consob ai fini di una compiuta valutazione della condotta segnalata».

²⁴³ La formulazione riportata è quella oggi in vigore, a seguito della delibera Consob n. 18079 del 20 gennaio 2012. Il testo previgente recitava così: «I soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi dell’articolo 114, comma 3, del Testo unico ne danno *senza indugio* notizia alla Consob, indicando le connesse circostanze», riproponendo quasi testualmente la lettera dell’art. 114.3 TUF (il corsivo nella citazione è mio).

commento, senza tuttavia privare gli investitori della tutela – adesso successiva – apprestata dall’organo di vigilanza medesimo²⁴⁴.

Infine il 5° comma dell’art. 66-*bis* detta una norma di chiusura, consistente nel potere della Consob di richiedere all’emittente che ha esercitato la facoltà di ritardo – comunque la Commissione ne sia venuta a conoscenza – di procedere senza indugio alla comunicazione dell’informazione privilegiata, con l’ulteriore possibilità di provvedere direttamente a spese degli interessati, nel caso di inottemperanza da parte loro²⁴⁵.

Per quanto concerne il secondo profilo, mette conto osservare che esso si fonda su di un presupposto alquanto ambiguo, che rischia di innescare un circolo ermeneutico vizioso. Se infatti le informazioni di cui l’emittente può – ricorrendo le condizioni in commento – legittimamente ritardare la diffusione sono, alla stregua della formulazione dell’art. 114.3, privilegiate, sembrerebbe inevitabile la conseguenza che l’ipotetico investitore ragionevole, il quale avrebbe potuto servirsene per adottare le proprie decisioni di investimento o disinvestimento, non ne potrà tenere conto – stante il ritardo nella comunicazione –, risultando, in ultima analisi, tratto in inganno. Tale conclusione pare ispirata ad una logica eccessivamente rigorosa, in quanto finirebbe sostanzialmente per negare ogni operatività al comma in commento. Il legislatore del TUF, consapevole – forse – di tale aporia, cui si poteva giungere qualora fosse stata recepita alla lettera la formulazione della direttiva²⁴⁶ europea, ha inteso pertanto circoscrivere al massimo la portata della condizione

²⁴⁴ Questa è la *ratio* della modifica, come è dichiarata dalla Consob stessa nelle sue osservazioni contenute nel Documento di consultazione diffuso il 25 luglio 2011.

²⁴⁵ In base a quanto previsto dall’art. 114.5 TUF.

²⁴⁶ Si tratta della direttiva 2003/6/CE, art. 6, paragrafo 2, indicata ad una delle precedenti note. L’espressione a cui mi riferisco è «... *such omission would not be likely to mislead the public* ...».

negativa in discorso, richiedendo che l'omissione temporanea della comunicazione non tragga in errore il pubblico solo in relazione a «fatti e circostanze essenziali». Si può, dunque, supporre che qualora l'errore riguardi un profilo – necessariamente *price sensitive*, come abbiamo detto – marginale nel quadro valutativo dell'investitore, in tal caso la condizione in esame sarà da considerarsi rispettata, risultando in conclusione una legittima compressione delle istanze della trasparenza informativa in nome del contrapposto interesse al segreto e alla riservatezza delle strategie interne all'emittente²⁴⁷.

Venendo al terzo profilo, il ritardo della comunicazione è subordinato alla garanzia – da parte dell'emittente – di riservatezza dell'informazione non diffusa, con ciò risultando confermato il generale disfavore mostrato dall'ordinamento in riferimento al fenomeno della *selective disclosure* – di cui ci occuperemo più avanti – in quanto lesiva della parità informativa tra gli attori operanti nel mercato. La Consob, infatti – specificando i requisiti che devono sussistere affinché sia integrata la condizione in commento – ha stabilito (art. 66-bis, 3° comma, reg.) che gli emittenti devono impedire l'accesso a dette informazioni da parte di persone diverse rispetto a quelle che ne necessitano esclusivamente per l'esercizio delle proprie funzioni, e – contestualmente – essi devono assicurare che i soggetti che hanno accesso a dette informazioni osservino i doveri di legge e regolamentari che ne derivano e conoscano le conseguenze sanzionatorie che scaturiscono dalla violazione di questi. Laddove, infine, l'emittente – nonostante le cautele adottate – non sia riuscito ad assicurare la riservatezza delle informazioni, dovrà procedere a

²⁴⁷ Formula considerazioni in tal senso S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, cit., p. 111 ss.

ripristinare la integrale parità informativa nel mercato secondo il disposto²⁴⁸ dell'art. 114.4 TUF.

Passando infine ad affrontare il quarto profilo, mette conto notare come l'inciso²⁴⁹, già presente nella disciplina regolamentare (art. 66-*bis* reg.), abbia recentemente guadagnato rango legislativo, risultando probabile l'intenzione del legislatore di voler conferire rilievo ad una ulteriore e stringente condizione di accesso all'istituto del ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate, sottraendo terreno a valutazioni arbitrarie. Pertanto, oltre ai requisiti fin qui esaminati, è oggi necessario che il rinvio degli obblighi informativi sia preordinato ad evitare il pregiudizio di interessi legittimi dell'emittente. Ciò implica, *a contrario*, che laddove l'interesse dell'emittente non sarà legittimo, in quanto ad esempio sottostante a condotte opportunistiche o fraudolente, non consentirà l'accesso al *safe harbour* in commento. In altri termini, qualora un emittente intenda differire la comunicazione al pubblico di una informazione negativa, che sortirà il sicuro effetto del crollo del valore dei propri titoli, tale ritardo non sarà ammissibile alla stregua della condizione in commento, in quanto, se – da un lato – è innegabile che l'emittente abbia un perspicuo e comprensibile interesse ad evitare il deprezzamento delle proprie azioni, risulta – d'altronde – altrettanto evidente che tale interesse risponde solo a logiche opportunistiche, che, in quanto tali, non sono meritevoli di tutela alcuna da parte dell'ordinamento. Sarebbe del resto irragionevole ammettere la stessa configurabilità di un bene giuridico che potremmo definire “riservatezza

²⁴⁸ Cioè divulgando integralmente l'informazione, simultaneamente in caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale.

²⁴⁹ L'inciso «al fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi» è stato inserito nel 4° comma dal d. lgs. 184/2012, come già segnalato commentando la disciplina informativa all'interno dei gruppi societari. Si leggeva già nella normativa comunitaria citata nelle note precedenti (direttive 2003/6/CE e 2003/124/CE).

decettiva”. In tali ipotesi di interessi illegittimi, pertanto, l’esigenza di riservatezza dell’emittente non riceve nessuna protezione, e tornano ad essere preponderanti rispetto ad essa le istanze della trasparenza informativa, preordinata alla tutela degli investitori e dell’ordine dei mercati finanziari.

Risultano, per converso, interessi legittimi quelli elencati – a titolo meramente esemplificativo – nel 2° comma dell’art. 66-*bis* reg. Emittenti, di cui si è detto sopra esaminando il primo profilo dell’istituto del ritardo delle comunicazioni al pubblico.

3. LA C.D. SELECTIVE DISCLOSURE

La disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato ha affrontato per la prima volta la questione della possibilità di comunicare informazioni privilegiate a terzi in modo selettivo, al di fuori, cioè, dell'attività di diffusione obbligatoria ai sensi dell'art. 114.1 TUF. L'opzione di fondo del legislatore europeo si è orientata verso il disfavore nei confronti della c.d. *selective disclosure*, come si intende chiaramente dal considerando 24 della direttiva 2003/6/CE, ove si dice che «la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari». Ciò premesso, la direttiva non ha posto un divieto assoluto di *selective disclosure*, ma ne ha fortemente limitato l'ammissibilità²⁵⁰.

Il 4° comma dell'art. 114 del TUF – inserito dalla legge²⁵¹ n. 62 del 2005 – recependo gli orientamenti europei, ha introdotto l'istituto in commento, subordinandolo al ricorrere di determinate condizioni.

Innanzitutto giova osservare che, stante l'obbligo di diffusione senza indugio delle informazioni *price sensitive* scolpito dal 1° comma dell'art. 114, per poter procedere alla diffusione selettiva si deve necessariamente versare all'interno del *safe harbour* previsto al 3° comma del medesimo articolo, del quale, pertanto, dovranno ricorrere

²⁵⁰ Si veda l'art. 6, paragrafo 3, della direttiva, recepito quasi testualmente dall'art. 114.4 in commento.

²⁵¹ Si tratta della più volte citata legge comunitaria per il 2004, che ha recepito nel nostro ordinamento la disciplina europea in tema di abusi di mercato.

tutte le condizioni²⁵²: è infatti evidente come l'obbligo di comunicazione tempestiva delle informazioni privilegiate neghi alla radice la possibilità di divulgare le medesime informazione ad alcuni soggetti soltanto.

In secondo luogo, deve trattarsi di informazione privilegiata che l'emittente, o una persona che agisca in suo nome o per suo conto, comunica ad un terzo «nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio»: si è in tal modo inteso assicurare che la comunicazione ad un numero ristretto di soggetti avvenisse solo in quei casi in cui ne sussistesse una valida e oggettivamente apprezzabile causa giustificatrice.

Qualora – inoltre – il terzo, che riceve la comunicazione in modo selettivo, non sia tenuto «ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statuario o contrattuale», l'emittente deve procedere a comunicare integralmente al pubblico l'informazione. Da tale formulazione si ricava, *a contrario*, la necessità della sussistenza di doveri di riservatezza a carico del soggetto cui è comunicata l'informazione, in presenza dei quali l'ordinamento ammette la *selective disclosure*, ritenendo probabilmente remoto il rischio che tali soggetti utilizzino tale informazione per compiere abusi.

La Consob²⁵³, sebbene a titolo meramente esemplificativo, ha indicato alcuni soggetti terzi che saranno i referenti più comuni della norma: (i) i consulenti dell'emittente e gli altri soggetti coinvolti nell'esame delle materie oggetto della consulenza; (ii) i soggetti con i quali l'emittente ha in corso negoziazioni; (iii) le pubbliche autorità che esercitano la vigilanza nel settore; (iv) le banche nell'esercizio

²⁵² Il ritardo è ammesso, come abbiamo già detto sopra, al fine di non pregiudicare legittimi dell'emittente, sempre che esso non risulti fuorviante per il pubblico e a patto che l'emittente sia in grado di garantire la riservatezza dell'informazione che intende comunicare in ritardo.

²⁵³ Con la comunicazione n. 6027054 del 28 marzo 2006, al paragrafo 52.

dell'attività di concessione degli affidamenti; (v) le agenzie di rating e (vi) le società di gestione dei mercati sui quali sono quotati i titoli dell'emittente.

Mette conto notare che, tra gli obblighi di riservatezza menzionati dalla norma, quello che riveste un ruolo più significativo sotto il profilo pratico è verosimilmente l'obbligo di fonte contrattuale²⁵⁴. Pare infatti evidente che l'accordo contrattuale di riservatezza, proprio in virtù dell'estrema praticità e flessibilità dello strumento in questione, è quello maggiormente rispondente all'esigenza dell'emittente di garantire la riservatezza di informazioni che non intende divulgare, senza correre i rischi che le medesime informazioni vengano utilizzate abusivamente²⁵⁵.

²⁵⁴ Così osserva P. MONTALENTI, «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *L'informazione societaria. Molti «rumours» per nulla*, cit., p. 251 ss. L'Autore segnala anche che lo strumento contrattuale risulta prezioso per regolare la circolazione delle informazioni all'interno del gruppo di società: il regolamento di gruppo potrebbe (e dovrebbe) prevedere delle procedure volte ad instaurare dei flussi informativi tra le controllate e la capogruppo, sia nell'ottica di un più puntuale adempimento degli obblighi di *disclosure* imposti dall'art. 114.2, sia in quella più generale dell'efficienza informativa finalizzata ad un corretto esercizio dell'attività di direzione e coordinamento.

²⁵⁵ L'art. 115-bis TUF prevede che l'emittente curi la tenuta di un registro nel quale siano tempestivamente annotati i nomi di tutti i soggetti a conoscenza di informazioni privilegiate. Si persegue così un duplice scopo: da un lato, i soggetti eventualmente inconsapevoli del carattere privilegiato dell'informazione in loro possesso saranno resi edotti di ciò e non potranno più invocare a loro discarico la propria ignoranza (con evidenti conseguenze anche sotto il profilo della configurabilità del dolo in sede di accertamento penale), dall'altro, l'autorità giudiziaria – ma anche quella di vigilanza – sarà agevolata nell'accertamento di alcune condotte abusive proprio dal fatto che i registri *insider* contengono già una rosa di “indiziati”.

La Consob – in forza del disposto dell'art. 115-bis TUF, secondo cui è ad essa affidato il compito di determinare con regolamento le modalità di istituzione, di tenuta e aggiornamento dei registri *insider* – ha novellato il reg. Emittenti inserendovi gli artt. 152-bis ss.

Il registro deve essere tenuto secondo modalità che ne assicurino un'agevole consultazione ed estrazione dei dati contenuti: non si specifica se debba avere forma cartacea o digitale, sebbene sembri evidente che la modalità di tenuta digitale renda più agevole la consultazione, segnatamente in caso di emittenti (e quindi di registri) di notevoli dimensioni.

Viene poi prescritto il contenuto minimo che il registro deve possedere: a) l'identità di ogni persona che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto del soggetto obbligato alla tenuta del registro, ha accesso regolarmente o occasionalmente a informazioni privilegiate; b) la ragione per cui la persona è iscritta nel registro; c) la data in cui la persona è stata iscritta nel registro; d) la data precisa di ogni aggiornamento delle informazioni riferite alla persona.

Deve essere inoltre data evidenza dei criteri utilizzati per la tenuta dei registri nonché delle concrete modalità di gestione dei medesimi, e si deve procedere senza indugio all'aggiornamento degli stessi.

Già si è detto che l'emittente, qualora il terzo cui viene comunicata l'informazione in modo selettivo non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza – qualunque ne sia la fonte –, deve dare integrale comunicazione al pubblico della medesima informazione: la parte finale del 4° comma dell'art. 114 aggiunge che ciò deve esser fatto «simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale²⁵⁶». L'inciso, sebbene con formula poco cristallina, sta ad indicare che, qualora il terzo cui viene fatta la comunicazione in modo selettivo non sia tenuto ad un obbligo di riservatezza, l'emittente debba diffondere l'informazione anche al pubblico immediatamente: il requisito della simultaneità importa, in modo implicito, il divieto di *selective disclosure* delle informazioni privilegiate. Qualora invece il terzo sia tenuto ad un obbligo di riservatezza, e ciononostante l'informazione privilegiata abbia avuto diffusione accidentale – vale a dire ci sia stata qualche fuga di notizie – l'emittente è tenuto in tal caso a comunicare l'informazione anche al pubblico, senza indugio, con le modalità sopra esaminate.

Pare – da ultimo – utile, dopo aver esaminato la disciplina dell'istituto, spendere qualche considerazione in ordine alla *ratio* del medesimo.

La ragione principale in forza della quale il legislatore – europeo e, conseguentemente, italiano – ha inteso riguardare la *selective disclosure* sotto una luce poco favorevole risiede nel fatto che essa arreca un *vulnus* alla parità

Venute meno le circostanze che hanno imposto l'iscrizione della persona nel registro, per almeno cinque anni devono essere conservati i dati relativi alle persone iscritte.

Mette conto, da ultimo, segnalare che la Consob (comunicazione n. 6027054 del 28 marzo 2006) ha raccomandato agli emittenti di istituire, all'occorrenza, un ulteriore e distinto registro rispetto a quello appena visto: si tratta del registro “per operazioni”, nel quale vengono inserite le informazioni privilegiate relative ad altro emittente, che sono state – cioè – comunicate all'emittente da un altro emittente in ragione dell'attività sociale svolta. Risulta evidente la finalità di procedimentalizzare la circolazione delle informazioni privilegiate tra diversi emittenti, rendendo in tal modo più agevoli i controlli delle pubbliche Autorità.

²⁵⁶ La formulazione ricalca testualmente quella del paragrafo 3 dell'art. 6 della direttiva 2003/6/CE.

informativa che deve sussistere tra i vari attori del mercato, con la conseguenza del venir meno della fiducia²⁵⁷ nella correttezza del mercato da parte degli investitori. L'art. 92 del TUF, nel disporre che gli emittenti assicurino il medesimo trattamento (anche informativo) a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni, ha inteso garantire una parità anche informativa non solo ai soci attuali, ma anche a quelli potenziali, cioè a coloro che si aggirano sul mercato in cerca di occasioni di investimento.

Non è peraltro detto che l'istituto in commento non mostri dei risvolti talora positivi: è evidente che esso, nell'ipotesi di comunicazione selettiva agli analisti finanziari, al pari dell'*insider trading* – ma con un potenziale dannoso molto minore rispetto a quest'ultimo – consente l'incorporazione delle informazioni nei prezzi degli strumenti finanziari. Ciò avviene non già in modo diretto, come nel caso dell'*insider* che procede personalmente o per interposta persona alle negoziazioni sulla base delle informazioni cui ha accesso privilegiato, bensì per via indiretta, ossia tramite i giudizi e le valutazioni che gli analisti finanziari (cui è stata effettuata la comunicazione in modo selettivo) indirizzano al pubblico degli investitori. Il *pricing*, in altri termini, avviene dunque attraverso le negoziazioni poste in essere dagli investitori, sulla base – tuttavia – delle informazioni “digerite”, ordinate e interpretate dagli analisti, dotati di capacità di discernimento verosimilmente superiore rispetto alla massa degli investitori. Si potrebbe quindi affermare che, su lungo periodo, la *selective disclosure* sia in grado di far allineare il prezzo reale e quello di mercato di un titolo, contribuendo – in ultima analisi – ad accrescere

²⁵⁷ Come espresso dal considerando 24 della direttiva sopra citata. Non è difficile intuire come la diffusione di informazioni in modo selettivo equivalga – agli occhi dell'investitore – ad ammettere che alcuni concorrenti procederanno a compiere operazioni con rischi inferiori ai suoi, o addirittura a rischio zero.

l'efficienza dei mercati. Oltretutto ciò accadrebbe con un significativo risvolto positivo: la trasparenza informativa, preordinata all'efficienza dei mercati, sarebbe assicurata senza trascurare le esigenze di riservatezza dell'emittente. Sarebbe un buon modo di coniugare la trasparenza ed il bisogno informativo del mercato con il bene giuridico ad essa contrapposto, la riservatezza dell'emittente, senza sacrificare alcunché²⁵⁸.

Tuttavia è consigliabile molta prudenza a tal proposito: estendere²⁵⁹ l'operatività della *selective disclosure* anche agli analisti finanziari esporrebbe a dei rischi che si sono concretizzati con effetti perniciosi. Se solo poniamo mente ai più gravi *default* della vicina storia della finanza, ad esempio il caso Enron, ci accorgiamo facilmente che gli analisti finanziari hanno avuto un grosso peso nell'ingenerare e rafforzare false apparenze presso il pubblico, in quanto la loro collusione con gli emittenti ha comportato che essi sostenessero i titoli di società in dissesto finanziario o addirittura prossime alla decozione, talora mediante interessate raccomandazioni di investimento, talora diffondendo studi che esponevano solidissime situazioni finanziarie totalmente false²⁶⁰.

²⁵⁸ Così sostiene S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, cit., p. 157 ss. L'Autore mostra i pregi dell'istituto, che rappresenta un valido strumento di soluzione del conflitto tra trasparenza ed esigenza di riservatezza, e ne indica in dettaglio anche i possibili rischi. Tenuto conto degli stretti limiti (si deve versare in un caso rientrante nell'art. 114.3, la comunicazione selettiva deve avvenire nel normale esercizio del lavoro o della professione, e deve essere effettuata ad un terzo tenuto ad un obbligo di riservatezza) cui soggiace la *selective disclosure*, l'Autore auspica – con riguardo agli analisti finanziari – una maggiore apertura da parte dell'ordinamento nei confronti di essa, in considerazione dei benefici che deriverebbero dalla possibilità di conciliare la domanda informativa dei mercati con le esigenze di riservatezza dell'emittente.

²⁵⁹ Tale estensione, inoltre, stante il tenore letterale dell'art. 114.4, non pare affatto scontata: sembra infatti discutibile che gli analisti finanziari siano soggetti tenuti ad un obbligo di riservatezza. Anzi, non pare azzardato dire che la loro attività consista proprio nel divulgare al pubblico, previa sottoposizione al proprio giudizio, le informazioni privilegiate.

²⁶⁰ Così E. MACRÌ, cit., p. 94.

Per tali ragioni la Consob²⁶¹ ha negato l'ammissibilità della comunicazione in modo selettivo alla comunità finanziaria, imponendo agli emittenti, qualora ciò accada, la contestuale divulgazione al pubblico di quanto comunicato agli analisti.

²⁶¹ Con la citata comunicazione n. 6027054 del 28 marzo 2006, ai paragrafi 57 ss. Considerata comunque la prassi degli emittenti di tenere degli incontri annuali con gli analisti finanziari, nonostante secondo la Commissione tale possibilità non si dovrebbe porre nella maniera più assoluta, essa ha dettato alcune regole, raccomandando agli emittenti: (i) di essere informata con congruo anticipo dell'incontro e di trasmetterle tutta la documentazione relativa; (ii) di avvisare per tempo la stampa economica in modo tale da consentirle di partecipare all'incontro; (iii) laddove la stampa non riesca ad essere presente, che la società diffonda un comunicato stampa che illustri i principali argomenti affrontati.

4. L'INFORMAZIONE EPISODICA E PERIODICA

Il 5° comma dell'art. 114 TUF dispone che la Consob «può, anche in via generale, richiedere agli emittenti, ai soggetti che li controllano, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122 che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la Consob provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente».

La disposizione contiene una c.d. norma di chiusura, che consente, cioè, all'organo di vigilanza di imporre agli emittenti la diffusione di informazioni che, per varie ragioni, possono essere rilevanti per il pubblico²⁶², e tuttavia non sono state ad esso comunicate. Tale potere, indubbiamente penetrante, riconosciuto alla Commissione può essere dunque esercitato nel caso in cui un emittente non abbia divulgato un'informazione privilegiata, la cui diffusione al pubblico era dovuta in forza del 1° comma dell'art. 114, e in tal caso la Consob, qualora non ravvisi la sussistenza delle condizioni per l'accesso al *safe harbour* previsto dall'art. 114.3, dovrà valutare se procedere all'irrogazione delle sanzioni previste all'art. 193 TUF. Ma il potere in

²⁶² Le comunicazioni imposte dalla Consob *ex art.* 114.5 sono indirizzate al pubblico, ciò costituendo la differenza fondamentale rispetto alle richieste informative formulate dalla stessa Consob ai sensi dell'art. 115.1 TUF, le quali hanno lo scopo di consentire alla Commissione di controllare che le comunicazioni effettuate dagli emittenti siano corrette e rispondenti ai requisiti legali, vale a dire che esse risolvono la propria funzione nel fornire informazioni utili alla Consob, e non al pubblico.

commento potrà altresì avere ad oggetto informazioni non dotate del carattere *price sensitive*: la norma pertanto rivela un ambito applicativo più esteso rispetto a quello delimitato dal 1° comma del medesimo articolo, così evidenziando l'elevato tasso di indeterminatezza della regola in esame, e – conseguentemente – l'ampio margine di discrezionalità rimesso alla Consob. A ciò si aggiunga l'altrettanto penetrante potere sostitutivo ad essa rimesso, consistente nella possibilità – qualora l'emittente disattenda la richiesta di divulgazione – di provvedere autoritativamente alla pubblicazione «direttamente a spese del soggetto inadempiente».

Ad arginare tali poteri di *enforcement* – che rischierebbero altrimenti di sconfinare nell'arbitrarietà e risultare potenzialmente lesivi delle istanze di riservatezza facenti capo agli emittenti – vi sono tuttavia dei limiti, uno dei quali espressamente previsto dalla disposizione in esame: le notizie e i documenti di cui la Commissione può chiedere la diffusione debbono essere «necessari» per l'informazione del pubblico. Si individua cioè un punto di equilibrio tra l'interesse del mercato alla trasparenza e il contrapposto interesse dell'emittente al riserbo in ordine ad alcuni aspetti dell'attività sociale condotta, ciò implicando – sulla base di una lettura “garantista” delle istanze di riservatezza dell'emittente – che la Consob non possa procedere ad alcuna richiesta, qualora la notizia, ad esempio, abbia un interesse marginale per il pubblico, risultando in ultima analisi non necessaria per quest'ultimo.

Un limite di tal genere al potere di *enforcement* della Consob, a ben vedere, potrebbe ricavarsi già dalla disposizione – dall'efficacia generale²⁶³ – dell'art. 91 TUF, ai sensi del quale tutti i poteri della Commissione debbono essere esercitati avendo

²⁶³ L'art. 91 apre la Parte IV del TUF dedicata alla disciplina degli emittenti, così come gli artt. 5 e 74 sono le norme incipitarie rispettivamente della disciplina degli intermediari e dei mercati regolamentati, nei cui ambiti dettano i principi che devono guidare l'azione della Consob. Per una analisi (tuttora utile) del contenuto dell'art. 91 TUF si rinvia a F. ANNUNZIATA, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, vol. II, sub art. 91, p. 1 ss.

riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato. La norma subordina tutta l'azione dell'autorità di vigilanza sui mercati finanziari al conseguimento dell'obiettivo di tutelare i beni giuridici dell'efficienza del mercato e della tutela degli investitori. Non pare a tal proposito difficile intuire come, qualora la Consob eserciti il potere concesso dal 5° comma dell'art. 114 TUF mediante richieste lesive del diritto alla riservatezza dell'emittente senza che ne derivino informazioni necessarie per il pubblico, sarebbero palesemente frustrate le finalità che devono informare tutta l'attività della Commissione: l'imposizione di una comunicazione non necessaria al pubblico, verosimilmente, darà origine al già citato fenomeno di *information overload* e, al contempo, creerà un *vulnus* alla *privacy* dell'emittente, con risultati in entrambi i casi ovviamente contrari ai principi dell'efficienza del mercato e della tutela degli investitori.

Un ulteriore contrappeso al potere della Consob in commento è costituito dalla possibilità – per l'emittente – di esperire il reclamo previsto dal 6° comma dell'art. 114 TUF, che vedremo in seguito.

Pare utile, a questo punto, esaminare i rapporti tra l'informazione continua – dovuta cioè ai sensi del 1° comma – e quella episodica – prevista al comma in commento e nella disciplina regolamentare attuativa²⁶⁴. Innanzitutto, partendo dai dati più macroscopici, l'informazione periodica ha un carattere del tutto eventuale, può cioè capitare che nella vita di un emittente essa non trovi mai applicazione. Essa, inoltre, richiede l'impulso della Consob, a differenza di quella continua, che opera automaticamente ogni volta che venga ad esistenza un'informazione dotata dei requisiti che abbiamo visto sopra.

²⁶⁴ Si tratta degli artt. 70 ss. reg. Emittenti, con i quali la Consob ha delineato i confini dell'informazione episodica, in forza della possibilità concessa dal comma in commento di formulare richieste agli emittenti «anche in via generale».

Scendendo più in profondità, si osserva che la stessa notizia – come nel caso di un’operazione straordinaria – può generare un obbligo di informazione continua e allo stesso tempo anche uno di informazione episodica: gli obblighi derivanti dalle due discipline si cumuleranno. Ad attenta analisi la duplicazione di tali obblighi risulta voluta dall’ordinamento ed è solo apparente. La comunicazione *ex art. 114.1*, infatti, risponde principalmente ad esigenze di rapidità dell’informazione, a detrimento della completezza e dell’esaustività del contenuto informativo. In tale ottica si capisce facilmente la ragione in forza della quale la Consob ha ritenuto che – nel caso di fattispecie complesse quali le operazioni straordinarie – l’informazione continua fosse insufficiente per consentire corrette valutazioni da parte del pubblico, ed ha conseguentemente prescritto la divulgazione di documenti analitici, contenenti dati puntuali, e talora appositamente redatti, con la finalità di assicurare al pubblico una rappresentazione informativa quanto più completa ed esaustiva²⁶⁵.

Per quanto concerne il profilo soggettivo della norma, giova osservare che essa, nel suo tenore originario²⁶⁶, contemplava tra i destinatari delle richieste informative della Consob solo i «soggetti indicati nel comma 1», ossia gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano. In seguito alla l. n. 262 del 2005²⁶⁷ la platea soggettiva del 5° comma dell’art. 114 è stata ampliata, arrivando a comprendere ulteriori soggetti che non sono destinatari degli obblighi di informazione continua, pur essendo gravati di obblighi pubblicitari ai sensi di altre disposizioni. Si è in altri termini voluto – con evidenti finalità di tutela degli investitori e dell’ordine del

²⁶⁵ Così ANNUNZIATA, sub art. 114, p. 1511 ss.

²⁶⁶ La norma in commento, oggi contenuta al 5° comma dell’art. 114, nella versione originaria del TUF era collocata al 3° comma del medesimo articolo.

²⁶⁷ Si tratta della c.d. legge per la tutela del risparmio.

mercato – creare un parallelismo tra emittenti e altri soggetti: così come, qualora gli emittenti quotati siano in possesso di una notizia o un documento necessari per l'informazione del pubblico e non la diffondano, su impulso della Commissione essi sono tenuti alla divulgazione, allo stesso modo, qualora i soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 TUF o quelli che partecipano ad un patto parasociale previsto dall'art. 122 omettano di diffondere notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico, saranno tenuti a farlo a seguito della richiesta dell'autorità di vigilanza. Si tratta di soggetti – cui si debbono aggiungere i componenti degli organi di amministrazione e controllo e i dirigenti – ai quali, per evidenti ragioni di tutela della trasparenza, il legislatore ha inteso imporre l'obbligo di comunicazione al pubblico di informazioni (non necessariamente *price sensitive*), nella consapevolezza che altrimenti essi non ne sarebbero gravati²⁶⁸, o non lo sarebbero a nome proprio, essendo l'emittente quotato il naturale destinatario di tali obblighi.

Mette conto, infine, ricordare²⁶⁹ che il d. lgs. n. 184 del 2012, concedendo un tributo alle istanze di riservatezza delle società, ha eliminato i soggetti (non quotati) controllanti emittenti quotati dal novero dei destinatari degli obblighi di comunicazione al pubblico *ex art. 114.1*. Tuttavia, ai sensi del 5° comma del medesimo articolo, vi è un contrappeso all'erosione dell'area soggetta a trasparenza, sussistendo il potere della Consob di formulare richieste di divulgazione anche nei confronti dei soggetti che controllano emittenti quotati.

²⁶⁸ Coloro che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 e coloro che aderiscono ad un patto parasociale sono invero tenuti a puntuali adempimenti pubblicitari. Nel caso in esame la Consob potrà dunque richiedere a questi due soggetti notizie e documenti che non siano già stati pubblicati ai sensi degli artt. 120 e 122, o che si mostrino lacunosi in qualche aspetto.

²⁶⁹ La questione è stata affrontata nel 3° paragrafo del capitolo precedente, al quale si rinvia per l'esame delle modifiche operate dal d. lgs. 184/2012.

Per quanto attiene ai termini «notizie e documenti» oggetto della richiesta di pubblicazione formulata dalla Consob, le prime vanno intese²⁷⁰ in un'accezione ampia, che valga a ricomprensivi tutti i dati della realtà collegati a cose, accadimenti o fatti umani, a prescindere dalla forma che nei singoli casi concreti esse possano assumere. Una notizia può essere anche contenuta in un documento tipizzato dal legislatore: in tal caso essa è incorporata nel documento stesso. Questo sembra il significato attribuibile ai «documenti»; considerando inoltre che l'attività di un'emittente conosce molteplici casi di informazioni caratterizzate da un elevato grado di tipicità legale, quali, ad esempio, la relazione finanziaria annuale, il bilancio di esercizio, è probabile che il legislatore avesse in mente casi analoghi.

La conferma del fatto che notizie e documenti non abbiano qualche significato specifico e diverso da quello proposto lo troviamo al 6° comma dell'art. 114, ove si dice che gli emittenti possono opporre che dalla «comunicazione al pubblico delle informazioni, richiesta ai sensi del comma 5» possa derivare loro grave danno: risulta dunque evidente che la richiesta della Consob avente ad oggetto notizie e documenti al 6° comma è definita come una comunicazione di informazioni.

In chiusura dell'esame sulla disciplina dei poteri di *enforcement* della disciplina dei mercati finanziari riconosciuti alla Consob – prima di accennare alla normativa regolamentare in tema di informazione periodica ed episodica – si impone l'esame dell'istituto del reclamo²⁷¹ previsto dal 6° comma dell'art. 114, che costituisce un robusto argine contro i poteri sopra esaminati.

²⁷⁰ Si veda in merito SFAMENI, sub art. 114, p. 571.

²⁷¹ Il termine reclamo – sotto il profilo dogmatico – potrebbe risultare improprio, almeno in alcune ipotesi. Se, infatti, nel caso in cui l'emittente intenda opporsi alla richiesta di divulgazione formulata dalla Consob mediante un provvedimento deliberato *ad hoc*, lo strumento del reclamo appare perfettamente consentaneo alla logica di impugnazione di un provvedimento dal quale possono scaturire effetti pregiudizievoli per l'impugnante, e – conseguentemente – il reclamo mira a demolire

A fronte della richiesta informativa della Commissione, l'emittente può detenere un interesse alla riservatezza degli affari sociali, interesse al quale l'ordinamento offre protezione mediante la possibilità di opporsi alla richiesta di divulgazione, qualora dalla comunicazione al pubblico possa loro derivare «grave danno».

Pare evidente che tale grave danno non possa essere rappresentato dall'eventuale crollo del prezzo degli strumenti finanziari conseguente alla diffusione di una notizia negativa riguardante l'emittente: in tale ipotesi, al contrario, la disciplina dei mercati finanziari dovrebbe far sì che il valore negativo dell'informazione divulgata sia incorporato tempestivamente dal prezzo del titolo, onde evitare che gli investitori acquistino ad un prezzo maggiore di quello reale, non avendo potuto disporre di un dato (negativo) la cui conoscenza li avrebbe orientati verso scelte diverse.

Per converso, sarà riconducibile nella nozione di grave danno il pregiudizio economico conseguente al fallimento di una importante trattativa commerciale, qualora esso sia imputabile alla diffusione dell'informazione, ad esempio, alla concorrenza: si deve comunque concludere che tale valutazione andrà fatta caso per caso, non potendosi evidentemente ricavare regole generali.

Non è ad oggi pacifico che il pregiudizio subito da terzi – a vario titolo in rapporto con l'emittente – integri la fattispecie del grave danno: non è chiaro, ad esempio, se l'esimente in discorso sia invocabile qualora la divulgazione di un'informazione

quel determinato provvedimento, in altre ipotesi la situazione è ben diversa. Si pensi al caso dell'informazione periodica relativa ad operazioni straordinarie, dovuta in forza della disciplina dettata dal regolamento emittenti, con cui la Consob, «in via generale» (secondo la formula dell'art. 114.5 TUF) richiede la diffusione di notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. Orbene, in tali casi pare evidente che l'opposizione dell'emittente – che teme di subire un grave danno dalla divulgazione di certe informazioni – non è finalizzata alla caducazione di alcun provvedimento deliberativo della Consob, piuttosto, a ben vedere, si configura come una richiesta di esonero dagli obblighi informativi scaturenti dal regolamento emittenti. In questi casi, più che di un vero e proprio reclamo, si tratta dunque di un'istanza – rivolta all'organo di vigilanza – di esonero da determinati obblighi informativi.

arrechi un pregiudizio diretto a un partner commerciale dell'emittente, con l'ovvia conseguenza di cagionare un danno, seppur indiretto, all'emittente stesso²⁷².

L'opposizione mediante il reclamo motivato comporta espressamente la sospensione automatica del dell'obbligo di comunicazione: il che sembra rispondere ai (ragionevoli) principi generali dei rimedi cautelari, sebbene non sia stato sempre un dato pacifico²⁷³. Il rischio, con tutta evidenza, è che il reclamo si presti ad abusi, nella misura in cui venga proposto con il solo scopo di porre in essere manovre dilatorie, per procedere *medio tempore* ad effettuare qualche operazione connessa alle informazioni non pubblicate grazie all'allegato timore di subire un grave danno.

Pare tuttavia difficile negare che la mancata sospensione automatica degli obblighi di comunicazione finirebbe per sottrarre qualsiasi utilità alla proposizione del reclamo: qualora infatti si procedesse alla comunicazione al pubblico della notizia richiesta – nelle more della decisione del reclamo da parte della Consob – anche nell'ipotesi di accoglimento del reclamo il grave danno si sarebbe già prodotto, rendendo a quel punto inutile la sospensiva degli obblighi di diffusione.

La Commissione ha sette giorni per valutare la sussistenza del grave pregiudizio per l'emittente, entro i quali «può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali». Ancora una volta, come nel caso del ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate, dovrà essere effettuato un bilanciamento tra l'interesse della società alla riservatezza in ordine all'informazione e la contrapposta esigenza informativa del mercato: qualora infatti si corra il pericolo

²⁷² Il dubbio sussisteva anche sotto la vigenza della normativa anteriore all'emanazione del TUF: si veda sul punto SFAMENI, sub art. 114, p. 620.

²⁷³ Si veda a tal proposito E. NTUK, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Giur. Ital.*, 1998, p. 1531; PISCITELLO, sub art. 114, p. 954 ss.

che dalla omessa diffusione dell'informazione il pubblico possa essere tratto in inganno, su fatti e circostanze essenziali – quindi non di rilievo marginale –, l'ordinamento tollererà il pregiudizio subito dall'emittente con la divulgazione dell'informazione, ritenendo poziore l'interesse del mercato a disporre di un quadro informativo completo ed esaustivo. Con ciò si può concludere che il legislatore mostra chiaro disfavore verso il silenzio dell'emittente, qualora esso possa assumere valenza decettiva per il mercato.

Trascorsi sette giorni senza che la Commissione abbia emesso alcun provvedimento, il reclamo si intende accolto: il silenzio dell'organo di vigilanza ridonda comprensibilmente a favore della società.

Nel caso di rigetto, anche parziale, del reclamo, l'emittente può esperire il ricorso giurisdizionale al TAR, secondo le modalità e i termini dettati dalla legge sul procedimento amministrativo: eventualità non invero comune, stante la *vis suasoria* di cui gode la Consob, cosicché difficilmente l'emittente arriverà a contestarne le decisioni, con il rischio – attuale in tale ultima evenienza – di subire un danno reputazionale agli occhi del mercato.

Passando, da ultimo, a fornire qualche cenno sulla disciplina regolamentare in tema di informazione episodica e periodica, giova osservare che la Consob – secondo il disposto del 5° comma dell'art. 114 TUF – può fare richieste agli emittenti «anche in via generale»: il punto merita qualche considerazione. Il potere di *enforcement* della Commissione si può concretare sia in singole richieste formulate tramite un determinato provvedimento dell'Autorità indirizzato ad uno o più emittenti, sia «in via generale», vale a dire mediante atti di richiesta generali e astratti²⁷⁴: si tratta –

²⁷⁴ La differenza – sotto il profilo sostanziale – tra le due tipologie consiste nel fatto che il regolamento, in quanto atto normativo, generale e astratto, è tendenzialmente inderogabile dall'amministrazione in casi concreti e particolari, mentre il provvedimento, in quanto atto

nell'ultimo caso – di norme regolamentari della Commissione, emanate in forza della funzione normopoietica ad essa attribuita dal legislatore con varie locuzioni²⁷⁵, tra le quali rientra quella *de qua*.

La Consob ha esercitato detto potere concessole «anche in via generale» tramite gli artt. 70 ss. del regolamento Emittenti, che disciplinano l'«informazione su operazioni straordinarie» (la c.d. informazione periodica, Sezione IV²⁷⁶), l'«informazione periodica» (Sezione V) e «altre informazioni» (Sezione VI).

Volendo fornire, per esigenze di completezza, l'elenco²⁷⁷ del contenuto della disciplina regolamentare, mette conto segnalare che la Sez. IV riguarda: (i) fusioni, scissioni²⁷⁸ e aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura (art. 70);

amministrativo in senso stretto a contenuto puntuale, consente alla pubblica autorità l'esercizio della c.d. discrezionalità amministrativa, permettendo quindi la valutazione di circostanze concrete e particolari. La distinzione non è tuttavia così netta come potrebbe sembrare a prima vista: se infatti poniamo mente ad un provvedimento che contiene un bando di gara per l'aggiudicazione di un appalto pubblico, è difficile negare che tale provvedimento – pur non essendo un atto normativo – abbia un contenuto dispositivo generale ed inderogabile, in quanto esso si indirizza e produce i suoi effetti verso una pluralità indifferenziata di imprenditori interessati a partecipare alla procedura di selezione. Per ulteriori considerazioni in merito si rinvia a V. CERULLI IRELLI, *Lineamenti del diritto amministrativo*, Torino, 2012, p. 448 ss.

²⁷⁵ Le più frequenti (ed esplicite) sono: «la Consob stabilisce con regolamento» oppure «la Consob, con regolamento, può stabilire».

²⁷⁶ Qualche riferimento all'«architettura» del regolamento: siamo nella Parte III (dedicata agli emittenti), Titolo II (dedicato all'informazione societaria), Capo II (dedicato alle comunicazioni al pubblico).

²⁷⁷ L'esame esaustivo della disciplina regolamentare degli artt. 70 ss. – tanto interessante quanto complesso, stante la minuziosità delle prescrizioni relative alla mole di documenti che debbono essere formati e divulgati al pubblico – esulerebbe dal tema della tesi, dedicata all'art. 114 del TUF.

²⁷⁸ Per quanto riguarda fusioni e scissioni segnaliamo un problema, invero generale e concernente anche altre fattispecie. Il 2° comma dell'art. 70 reg. richiede la redazione della relazione illustrativa di cui agli artt. 2501-*septies* e 2506-*ter* c.c. sulla base – qui è il punto critico – dei criteri stabiliti dalla Consob nell'Allegato 3A. Volgendo lo sguardo, anche soltanto in modo sommario, allo Schema previsto dall'Allegato 3A ci accorgiamo che esso risulta notevolmente più pervasivo rispetto alla relazione illustrativa richiesta agli amministratori dal codice civile. Ora, nell'ipotesi in cui detta relazione venga predisposta in violazione dei criteri fissati dalla disciplina regolamentare, potremmo chiederci quali conseguenze ne derivino sotto il profilo civilistico. Tuttavia, atteso che il potere regolamentare della Consob di integrare il contenuto minimo delle relazioni previste dal codice civile

(ii) patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 70-*bis*); (iii) acquisizioni e cessioni (art. 71); (iv) operazioni con parti correlate²⁷⁹ (art. 71-*bis*); (v) altre modifiche dello statuto, emissione di obbligazioni e acconti sui dividendi (art. 72); (vi) acquisto e alienazione di azioni proprie (art. 73) e infine (vii) provvedimenti ai sensi dell'articolo 2446 del codice civile.

Infine, la Sezione V, dedicata all'informazione periodica, prevede la diffusione – certa sia sotto il profilo dell'*an* sia del *quando*, differentemente rispetto all'informazione episodica – dei tre documenti previsti all'art. 154-*ter*²⁸⁰ TUF, che sono (i) la relazione finanziaria annuale, (ii) quella semestrale e (iii) il resoconto intermedio di gestione.

non deriva da alcuna espressa previsione di legge, pare ragionevole concludere che il mancato rispetto della disciplina Consob – ancorché essa vada ad incidere sul contenuto di un atto previsto dal codice civile – non abbia alcun riflesso sul procedimento civilistico di fusione o scissione, ma sia sanzionabile unicamente sul piano della normativa in tema di informazione societaria. Sarebbe, forse, stato preferibile che la disciplina Consob richiedesse la predisposizione di una relazione ulteriore e distinta rispetto a quella civilistica, finalizzata all'adempimento dei soli obblighi informativi nei confronti del pubblico.

²⁷⁹ Le operazioni con parti correlate (analogamente, ad esempio, alle operazioni di acquisto e alienazione di azioni proprie), a rigore, non rientrerebbero tra le operazioni straordinarie: è tuttavia innegabile che esse possono avere delle ricadute significative sulle quotazioni dei titoli degli emittenti e – conseguentemente – sui corsi delle negoziazioni. Per tali ragioni esse furono ricondotte nella disciplina sull'informazione periodica relativa ad operazioni straordinarie dettata dal reg. Emittenti. Il passato remoto è ormai d'obbligo, in quanto – com'è noto – le operazioni con parti correlate sono state disciplinate dal regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (e più volte emendato), regolamento da più parti auspicato che ha finalmente fissato delle regole procedurali volte a neutralizzare pericolose e assai frequenti situazioni di conflitto di interessi, con riguardo a decisioni relative ad operazioni aventi come controparte soggetti particolarmente vicini alla società stessa. Per un chiarissimo esame delle procedure introdotte dal reg. 17221 si rinvia a M. STELLA RICHTER *jr.*, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, n.1, p. 64 ss.

²⁸⁰ L'articolo è stato inserito a seguito del recepimento della direttiva c.d. *Transparency* (2004/109/CE), che ha comportato la riscrittura di gran parte della materia.

BIBLIOGRAFIA

- P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI (a cura di), *I gruppi di società*, Atti del convegno di Venezia 16-18 novembre 1995, Milano, 1996, vol. I, p. 567 ss.
- G. AMATO, *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, 2013
- C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV. (a cura di), *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Studio – S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, p. 249 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Informazione societaria. La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob (parte prima)*, in *Le società*, 1999, p. 398 ss.
- F. ANNUNZIATA, sub art. 91, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel TUF. Commentario*, Milano, 1999, p. 1 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2006
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012
- F. ANNUNZIATA, sub art. 114, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1493 ss.
- F. BARACHINI, *L'art. 130 del T.U. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: i nuovi confini del diritto di informazione del socio*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 689 ss.
- A. BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989
- A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, vol. 10*, p. 217 ss.

- L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *L'informazione societaria. Molti «rumours» per nulla*, in AGE, 2013, n. 1, p. 224 ss.
- S. CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e risarcimento del danno: il caso Sai-Fondiarìa approda in Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 793 ss.
- P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338 ss.
- G. CARCANO, *La direttiva CEE sull'«insider trading»*, in *Riv. soc.*, 1989, p. 1026 ss.
- V. CERULLI IRELLI, *Lineamenti del diritto amministrativo*, Torino, 2012
- F. CHIOMENTI, *Osservazioni per una costruzione giuridica del rapporto di gruppo fra imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, p. 257 ss.
- V.V. CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008
- CONSOB, *Note tecniche in materia di informativa societaria*. Documento di consultazione del 12 maggio 1998
- CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente T. Padoa Schioppa*, 7 aprile 1998
- CONSOB, *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano – Audizione del Presidente della Consob T. Padoa Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati*, in Consob, *Quaderni di Finanza*, 26, 1998, p. 12 ss.
- R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, p. 242 ss.
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010
- A. DE CUPIS, *I diritti della personalità*, Milano, 1950
- F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra “Shareholder value” e “Socially responsible investing”*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 591 ss.
- A. DENTAMARO, *L'inadempimento dell'obbligo di offerta pubblica totalitaria successiva*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, n. 1, p. 105 ss.
- E. DESANA, *La pronuncia della Cassazione sulla violazione dell'obbligo di Opa: l'epilogo dell'affaire Sai-Fondiarìa?*, in *Giur. it.*, 2013, n. 1, p. 60 ss.

- E. FAMA, *Efficient Capital markets: a Review of the Theory and empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, p. 383 ss.
- F. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n.16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 751 ss.
- P. FERRO-LUZZI, P. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, p. 468 ss.
- M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959
- F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, Padova, 1988, vol. 7
- A. GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, p. 841 ss.
- S. GILOTTA, sub art. 114, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F*, Torino, 2012, p. 1151 ss.
- S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012
- R. GILSON, R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, p. 549 ss.
- P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008
- P. GIUDICI, *Il «private enforcement» nel diritto dei mercati finanziari*, in MAUGERI, ZOPPINI (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, p. 293 ss.
- P. GIUDICI, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Le società*, 2013, p. 175 ss.
- F. GUARRACINO, sub art. 114, in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, vol. 2
- N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998
- F. LA MANNO, sub art. 116, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1549 ss.
- R. LENER, *La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le società*, 1999, p. 143 ss.
- L. LOSS, *The Fiduciary Concept as applied to trading by Corporate "insiders" in the United States*, in *Mod. Law Rev.*, 1970, p. 34 ss.

- E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, Torino, 2010
- P. MARCHETTI, *La neutralità dell'intervento della Consob nell'informazione societaria*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 36 ss.
- P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1 ss.
- P. MARCHETTI, *I controlli sull'informazione finanziaria*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, vol. I, p. 143 ss.
- F. MERUSI, sub art. 47, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di G. Branca, Bologna-Roma, 1980
- A. MIGNOLI, *Quotazione e società*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 1167 ss.
- P. MONTALENTI in *Corporate Governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 329 ss.
- P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2004, vol. 4
- P. MONTALENTI, «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *L'informazione societaria. Molti «rumours» per nulla*, in *AGE*, 2013, n. 1, p. 251 ss.
- U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale*, in *AGE*, 2009, n. 1, p. 77 ss.
- G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 869 ss.
- FR. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II)*, in *Diritto penale e processo*, 2005, p. 1465 ss.
- FR. MUCCIARELLI, sub artt. 180-184, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 2319 ss.
- V. NAPOLEONI, *I reati societari*, vol. III – *Falsità nelle comunicazioni sociali e aggio di mercato societario*, Milano, 1996
- E. NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno e i problemi di confine tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale*, in *Diritto civile*, diretto da LIPARI, RESCIGNO, vol. IV, t. 3, *Attuazione e tutela dei diritti. La responsabilità ed il danno*, coord. Zoppini, Milano, 2009, p. 233 ss.

- E. NTUK, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*. Commentario diretto da G. Cottino, sub art. 114, in *Giur. Italiana*, 1998, p. 1530 ss.
- G. OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO, PORTALE, Torino, 1994, vol. 7
- T. PADOA SCHIOPPA, *Il mercato e la legge*, in *La Repubblica*, 1.03.1998
- T. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003 (81), p. 417 ss.
- M. PELLEGRINI, *La circolazione dei prodotti finanziari*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006, p. 361 ss.
- L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa*, 2004, 234 ss.
- M. PINNARÒ, sub art. 122-123, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1661 ss.
- P. PISCITELLO, sub art. 114, in *Commentario al Testo unico della finanza*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, p. 949 ss.
- G. PRESTI, *Riforma della spa e scalini normativi*, in *Le società*, 2003, p. 323 ss.
- M. RIGOTTI, *Informativa societaria*, in A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 601 ss.
- F. ROLFI, “*Quer pasticciaccio brutto*” dell’OPA obbligatoria, in *Corr. giur.*, 2013, n. 7, p. 952 ss.
- N. RONDINONE, *I gruppi d’imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999
- R. RORDORF, *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 773 ss.
- G. ROSSI, *Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1353 ss.
- G. ROSSI, *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI (a cura di), *I gruppi di società*, Atti del convegno di Venezia 16-18 novembre 1995, Milano, 1996, vol. I, p. 24 ss.

- G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1320 ss.
- G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003
- P. RUGGERI, *Gli obblighi di disclosure delle società quotate: alcuni problemi interpretativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, p. 519 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996
- S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa*, 2008, p. 331 ss.
- G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, in *Quad. giur. comm.*, n. 251, Milano, 2003
- M. SILVETTI, G. NUNZIANTE, sub art. 118, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1595 ss.
- P. SFAMENI, sub art. 114, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel TUF. Commentario*, Milano, 1999, p. 509 ss.
- G. SOROS, *Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Roma, 2008
- M. STELLA RICHTER jr., *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, n.1, p. 64 ss.
- U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010
- M. TONONI, *Le posizioni delle Autorità*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *L'informazione societaria. Molti «rumours» per nulla*, in *AGE*, 2013, n. 1, p. 327 ss.
- F. VELLA, *Capitalismo e finanza*, Bologna, 2001
- G. VEGAS, *Le posizioni delle Autorità*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *L'informazione societaria. Molti «rumours» per nulla*, in *AGE*, 2013, n. 1, p. 338 ss.
- M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003
- G.E. VIGEVANI, *Informazione e democrazia*, in AA. VV. (a cura di), *Percorsi di diritto dell'informazione*, Torino, 2006

R. ZACCARIA, *Diritto dell'informazione e della comunicazione*, Padova, 2003

G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione endoconsiliare degli amministratori di s.p.a.*, in *Le società*, 2005, n. 12, p. 1465 ss.

A. ZANARDO, sub art. 116, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F*, Torino, 2012, p. 1197 ss.